

【表紙】

【提出書類】 意見表明報告書

【提出先】 関東財務局長

【提出日】 2025年11月13日

【報告者の名称】 アウトロックスコンサルティング株式会社

【報告者の所在地】 東京都港区南青山三丁目1番3号

【最寄りの連絡場所】 東京都港区南青山三丁目1番3号

【電話番号】 03 - 6434 - 5670

【事務連絡者氏名】 管理本部長 河野 勉

【縦覧に供する場所】 アウトロックスコンサルティング株式会社
(東京都港区南青山三丁目1番3号)
株式会社東京証券取引所
(東京都中央区日本橋兜町2番1号)

- (注1) 本書中の「当社」とは、アウトロックスコンサルティング株式会社をいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、マネーフォワードクラウド経営管理コンサルティング株式会社をいいます。
なお、公開買付者は、2025年12月1日(予定)付けで公開買付者を吸収合併存続会社、株式会社ナレッジラボ
(以下「ナレッジラボ」といいます。)を吸収合併消滅会社とする吸収合併を実施し、その商号を「マネー
フォワードコンサルティング株式会社」に変更することを予定しているとのことです。
- (注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和
と必ずしも一致しません。
- (注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注5) 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注6) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注7) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又
は日時を指すものとします。
- (注8) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)
第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。
- (注9) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、法で定められた手続及び情報開示基
準に従い実施されるものです。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 マネーフォワードクラウド経営管理コンサルティング株式会社
所在地 東京都港区芝浦三丁目 1 番21号

2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

- (1) 普通株式
- (2) 新株予約権

2022年3月31日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第1回新株予約権」といいます。)(行使期間は2024年5月1日から2032年4月28日まで)

2023年5月23日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第2回新株予約権」といい、第1回新株予約権及び第2回新株予約権を総称して「本新株予約権」といいます。)(行使期間は2025年6月1日から2033年5月23日まで)

3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

- (1) 意見の内容

当社は、2025年11月12日開催の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様及び第1回新株予約権の所有者(以下「第1回新株予約権者」といいます。))の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨し、第2回新株予約権の所有者(以下「第2回新株予約権者」といい、第1回新株予約権者と第2回新株予約権者を総称して「本新株予約権者」といいます。))の皆様に対して、本公開買付けに応募するか否かについて、第2回新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の決議をいたしました。

なお、上記取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員である取締役を含む。))全員の承認」に記載の方法により決議されております。

- (2) 意見の根拠及び理由

本「(2) 意見の根拠及び理由」の記載のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

本公開買付けの概要

公開買付者は、株式会社マネーフォワード(以下「マネーフォワード」といいます。))が100%を出資するマネーフォワードの子会社であり、本書提出日現在、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。))グロース市場に上場している当社株式2,197,499株(所有割合(注1): 68.48%)を所有することにより、当社を連結子会社としているとのことです。これは、2024年11月14日に公開買付者が提出した公開買付け届出書に記載のとおり、公開買付者は、当社をマネーフォワードの連結子会社化することを目的として、当社株式に対する公開買付け(買付予定数の下限: 1,834,800株(当時の所有割合(注2): 50.10%)、買付予定数の上限: 2,197,400株(当時の所有割合: 60.00%)、買付け等の期間: 2024年11月14日から2024年12月11日まで。買付価格1,656円。以下「前回公開買付け」といいます。))を実施した結果、当社株主の皆様から2,197,499株の応募を集めて前回公開買付けが成立し、その結果、公開買付者が前回公開買付けの決済開始日である2024年12月18日付で当社株式2,197,499株(当社の総議決権(2024年9月30日時点)の60.00%)を所有するに至ったことによるとのことです。今般、公開買付者は、2025年11月12日開催の取締役会において、当社株式の全て(但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。))並びに本新株予約権の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする取引(以下「本取引」といいます。))の一環として、本公開買付けを実施することを決議したとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者は本新株予約権を所有していないとのことです。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、買付予定数の下限を設定しておらず、本公開買付けに応募された株券等の全部の買付け等を行うとのことです。これは、本取引においては当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的としており、本株式併合(下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」の「株式併合」において定義します。以下同じです。)を実施する際には、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。)第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされているところ、公開買付者が本書提出日現在所有する当社株式2,197,499株(所有割合:68.48%)に係る議決権の数が当社の総株主の議決権の数の3分の2を超えているため、本公開買付け実施後に本株式併合を確実に実施するという観点から買付予定数の下限を設定する必要性がないことに加え、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)に相当する買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の株主の皆様の利益に資さない可能性もあると考えられたためとのことです。

公開買付者は、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより、公開買付者が当社株式の全て(但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)並びに本新株予約権の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、当社の株主を公開買付者のみとするための一連の手続(以下「本スクイーズアウト手続」といいます。)を実施することを予定しているとのことです。

なお、公開買付者が本書提出日現在所有する当社株式2,197,499株(所有割合:68.48%)に係る議決権の数が当社の総株主の議決権の数の3分の2を超えていることから、本公開買付けを経ずに株式併合を実行することも可能とのことです。もっとも、株式併合の場合、経済条件が株式併合比率によって表されるため、1株当たりの経済条件が少数株主にとって分かりにくいと考えられる取引であるのに対し、金銭を対価とする公開買付けの場合には、経済条件が比率ではなく金額で提示されることの分かり易さに加え、少数株主の皆様に対して、当社に義務付けられる公開買付けに関する当社の意見表明の内容(賛同及び応募推奨の有無等)も踏まえた上で本取引の経済条件について適切にご検討・ご判断いただく機会を提供するとともに、本取引につきより早期に売却機会を提供することが可能であるため、少数株主の皆様様の利益を保護し、本取引の公正性を担保する観点からより望ましいと考え、公開買付けを通じた完全子会社化を実施することが最適であると判断したとのことです。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2025年11月12日に公表した2026年3月期第2四半期(中間期)決算短信〔日本基準〕(非連結)(以下「当社第2四半期決算短信」といいます。)に記載された2025年9月30日現在の当社の発行済株式総数(3,579,812株)に、同日現在残存し行使可能な新株予約権259,980個(注3)の目的となる当社株式の数(51,996株)を加算した株式数(3,631,808株)から当社第2四半期決算短信に記載された2025年9月30日現在の当社が所有する自己株式数(423,060株)を控除した株式数(3,208,748株)に対する割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入しています。以下、別途の記載がある場合を除き、所有割合の計算において同じとします。

(注2) 「当時の所有割合」とは、当社の2024年9月30日現在の発行済株式総数(3,578,160株)に、同日現在残存する新株予約権420,230個の目的となる当社株式の数(84,046株)を加算した株式数(3,662,206株)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入しております。)をいいます。以下同じです。

(注3) 新株予約権259,980個の内訳は下記のとおりです。

新株予約権の名称	個数	目的である当社株式の株式数	権利行使期間
第1回新株予約権	71,710個	14,342株	2024年5月1日～ 2032年4月28日
第2回新株予約権	188,270個	37,654株	2025年6月1日～ 2033年5月23日

公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

マネーフォワードは、2012年5月にマネーブック株式会社として設立され、同年12月に商号を現在の商号である株式会社マネーフォワードに変更しているとのことです。2017年9月に東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場し、2021年6月には東京証券取引所市場第一部に上場市場を変更しているとのことです。また、2022年4月の東京証券取引所の市場区分の見直しに伴い、現在は東京証券取引所プライム市場に上場市場を移行しているとのことです。

マネーフォワードグループ(マネーフォワード並びに公開買付者を含むマネーフォワードの子会社及び関連会社を総称していいいます。以下同じです。)は、マネーフォワード並びに公開買付者を含む連結子会社29社及び持分法適用関連会社5社(2025年8月31日時点)で構成されており、「お金を前へ。人生をもっと前へ。」というMissionの下、「すべての人の『お金のプラットフォーム』になる。」というVisionを掲げ、法人及び個人のお金に関する課題を解決するイノベティブなサービスづくりに取り組んでいるとのことです。マネーフォワードグループは、法人向けサービスを提供するMoney Forward Businessドメイン、個人向けサービスMoney Forward Homeドメイン、金融機関のお客様向けにサービス開発を行うMoney Forward Xドメイン、金融ソリューションの開発を行うMoney Forward Financeドメインの4つのドメインにおいて、事業を運営しているとのことです。

マネーフォワードグループの各ドメインにおける主たるサービス内容は以下のとおりとのことです。

<Money Forward Business>

サービスの特徴及び優位性

当該ドメインの中心サービスである『マネーフォワード クラウド』は、バックオフィス向けの業務効率化ソリューションとのことです。会計・確定申告のサービスから始まり、現在では経理財務領域に留まらず人事労務、法務、情報システム領域の幅広い機能を取り揃え、個人事業主や中小企業だけでなく、中堅企業にも導入が進んでいるとのことです。『マネーフォワード クラウド』は、サービス内の機能間でデータをシームレスに連携できることはもちろん、銀行口座やクレジットカードの情報等の外部のデータを自動で収集・記録することもできるとのことです。これにより、バックオフィス業務を大幅に効率化できるほか、経営状況をリアルタイムで把握し、改善につなげることができるとのことです。

生産年齢人口の減少により、今後ますます労働力確保が難しくなってくるが見込まれる中、日本の経済活動を支える中小・中堅企業の生産性の改善、収益性の向上は急務の課題となっていると考えているとのことです。このような状況の打開に向けて、電子帳簿保存法の改正や年末調整手続の電子化等、様々な規制緩和が行われているとのことです。また、インボイス制度への対応や、リモートワーク等の新しい働き方の広がりによるDX(デジタルトランスフォーメーション)への需要を受け、クラウドサービスのニーズはさらに高まっていると考えているとのことです。今後も各サービスにおける提供価値の向上を目指すとともに、特に中堅企業向けのサービスの利便性向上に向けた機能開発とサービス間連携の強化を推進するとのことです。

高い成長が見込まれる経営管理システム領域において事業展開を大きく加速させるべく、マネーフォワードが2024年12月12日に公表した「株式会社マネーフォワードの子会社(マネーフォワードクラウド経営管理コンサルティング株式会社)によるアウトロクコンサルティング株式会社(証券コード：5596)に対する公開買付けの結果及び子会社の異動に関するお知らせ」に記載のとおり、上場企業である当社のマネーフォワードグループ傘下への編入(以下「グループジョイン」といいます。)を行ったとのことです。また、マネーフォワードが2024年12月12日に公表した「簡易株式交換による連結子会社(株式会社ナレッジラボ)の完全子会社化に関するお知らせ」、並びに2025年1月24日に公表した「会社分割(簡易吸収分割)及び孫会社の異動に関するお知らせ(経営管理システム領域における子会社再編に関するお知らせ)」に記載のとおり、ナレッジラボを公開買付者の完全子会社とする組織再編(注1)を行ったとのことです。当社及びナレッジラボを公開買付者の傘下へ編入することで、マネーフォワードグループとして、中小・中堅企業から大企業まで様々な企業規模の顧客に対し、経営管理システム領域における包括的な価値提供と成長支援が可能になったとのことです。

(注1) 公開買付者が2025年9月3日に公表した「株式会社ナレッジラボの合併に関するお知らせ」に記載のとおり、経営管理システム領域における事業展開を行う公開買付者と、公開買付者の100%グループ会社であるナレッジラボにおいて、2025年12月1日を効力発生日(予定)とする吸収合併を実施し、経営統合することを予定しているとのことです。

収益構造

バックオフィスSaaS領域

『マネーフォワード クラウド』(注2)、『STREAMED』(注3)、『Manageboard』(注4)、『V-ONEクラウド』(注5)等をサービスやプランによって異なる価格帯にて月額又は年額課金の形態にて提供しているとのことです。解約率が非常に低いため(注6)、新規ユーザーの増加に従って、収益がストック型で逓増するモデルとなっているとのことです。主な販売経路は()マネーフォワードグループの営業人員による士業事務所(注7)への販売、()ウェブサイトでの販売、()マネーフォワードグループの営業人員による中堅企業への販売であるとのことです。また、フロー収入として、導入支援手数料、『マネーフォワード ビジネスカード』等の決済手数料、イベントの協賛金・参加金売上、ナレッジラボにおけるコンサルティング売上等を計上しているとのことです。

(注2) 『マネーフォワード クラウド』とは、マネーフォワードが提供する、経理財務・人事労務・法務・個人事業主といったバックオフィス全体をシームレスに連携し、面倒な手作業を自動化するクラウドサービスを意味するとのことです。

(注3) 『STREAMED』とは、マネーフォワードが提供する、紙証憑の自動記帳サービスを意味するとのことです。

(注4) 『Manageboard』とは、マネーフォワードグループのナレッジラボが提供する、クラウド上で予実・キャッシュフロー管理が可能な経営管理プラットフォームを意味するとのことです。

(注5) 『V-ONEクラウド』とは、マネーフォワードグループの株式会社アール・アンド・エー・シーが提供する入金消込/債権管理業務に特化したクラウドサービスを意味するとのことです。

(注6) 法人向け『マネーフォワード クラウド』の2024年11月期における平均月次解約率は0.8%とのことです。

(注7) 主に会計士事務所、税理士事務所を示しているとのことです。

< Money Forward Home >

サービスの特徴及び優位性

『マネーフォワード ME』(注8)を中核に、各種サービスを通して個人のお金に関する課題を解決することを目的に運営しているとのことです。スマートフォンの普及を背景に、ユーザーの家計や資産などお金の情報を可視化するとともに一元管理することで、理想の家計や資産状況に向けた改善案を提示しているとのことです。

『マネーフォワード ME』では、マネーフォワードグループが独自で保有するアカウントアグリゲーション(注9)技術を活用し、複数の金融機関等にある口座の残高や入出金の履歴などのデータを集約・分類して表示させることができるとのことです。それによって、『マネーフォワード ME』のユーザーは、銀行、クレジットカード、証券、保険、年金、ポイントなど、お金に関する情報を一元管理することが可能になるとのことです。さらには、お金の動きをアラートしてくれる「MY通知」や、家計資産サポート、家計診断機能により、理想の家計や支出バランスを追求することが可能となるとのことです。併せて、従来のプレミアムサービスに『マネーフォワード ME』の資産形成に特化した「資産形成アドバンスコース」(月額980円)を新設するなど、同プロダクトの提供価値向上にも努めているとのことです。また、くらしの経済メディア『MONEY PLUS』、各種セミナー・イベント、ファイナンシャルプランナーに無料で家計の相談ができる『マネーフォワード お金の相談』を通じて、お金にまつわる様々な情報の提供も行っているとのことです。電気代などの固定費の削減をサポートする『マネーフォワード 固定費の見直し』等、ユーザーのお金の課題解決に資するサービスも提供をしているとのことです。

(注8) 「マネーフォワード ME」とは、マネーフォワードが提供するお金の見える化サービスを意味するとのことです。

(注9) 「アカウントアグリゲーション」とは、ユーザーが保有する、銀行、証券、クレジットカードなど複数の金融機関の口座の残高や入出金履歴といった情報を取得・集約する技術を意味するとのことです。

また、三井住友カード株式会社との合併会社としてマネーフォワードホーム株式会社を設立し、SMBCグループが有する金融サービス(『Olive』、Vポイント等)を組み合わせ、パーソナライズされた金融サービスの提供をするため事業の加速を目指しているとのことです。

収益構造

プレミアム課金

『マネーフォワード ME』は、いわゆるフリーミアムモデル型(注10)のサービスとのことです。複数の口座残高の一括管理や、取引履歴を食費や光熱費等のカテゴリに自動で分類・グラフ化を行うなどの基本的な機能は無料で提供しているとのことですが、月額約500円のプレミアムサービスとして、詳細分析機能、金融関連サービス5件以上の連携機能、1年以上前の過去データの蓄積機能、将来シミュレーション機能、家計診断による節約ポイントの把握などの上位機能を提供しているとのこと。また、資産形成に特化した「資産形成アドバンスコース」については、月額約980円にて機能を提供しているとのこと。

メディア/広告収入

『マネーフォワード ME』及び『MONEY PLUS』における広告掲載料、イベントやセミナーの開催に伴う運営収入を計上しているとのこと。『マネーフォワード お金の相談』や『マネーフォワード 固定費の見直し』等に関しては、連携する外部サービスに対する送客に応じた対価を収受しているとのこと。

(注10) 「フリーミアムモデル型」とは、基本的なサービスはすべて無料で提供し、一部の機能を有料で提供するビジネスモデルを意味するとのこと。

<Money Forward X>

サービスの特徴及び優位性

『マネーフォワード クラウド』、『マネーフォワード ME』の開発やデザインノウハウを活かし、アプリやwebサービスの企画・開発を行っているとのこと。主な提供サービスとして、金融機関の個人顧客向けの自動家計簿・資産管理サービス『金融機関・特定サービス向けマネーフォワード』、通帳アプリ『デジタル通帳・かんたん通帳』等が挙げられるとのこと。

また、マネーフォワードの社内カンパニーとして展開しておりましたMoney Forward X事業につきまして、機動的かつ柔軟な事業戦略の推進を実現すべく、2024年12月より新設分割によりマネーフォワードエックス株式会社として分社化を行ったとのこと。当該分社化は、独立した経営体制のもと、金融機関等のパートナーとの協業体制をより一層強化し、各パートナーのニーズに対する迅速かつきめ細やかな対応を実現することを目的としているとのこと。これにより、パートナーとの関係性をより深化させ、新たな金融関連サービスの創出に引き続きチャレンジしていくとともに、地域金融機関と共に、これまで以上に地域に根ざした活動を行い、Missionの実現を目指しているとのこと。

収益構造

『金融機関・特定サービス向けマネーフォワード』や『デジタル通帳・かんたん通帳』等の保守・運用に係る月額課金や、『Mikatano ワークス』の月額課金をストック収益として収受するほか、開発、プロモーション支援等により発生する一時的なフロー収益を収受しているとのこと。

<Money Forward Finance>

サービスの特徴及び優位性

マネーフォワードベンチャーパートナーズ株式会社は、シード・アーリーステージのスタートアップに特化したマネーフォワードグループのベンチャーキャピタル『HIRAC FUND』を運営しているとのこと。

収益構造

『HIRAC FUND』による営業投資有価証券の売却時において、売却収入を計上しているとのこと。

公開買付者は、マネーフォワードグループの中において、2024年6月に「株式会社S M F」という商号でマネーフォワードの完全子会社として設立され、マネーフォワードグループのMoney Forward Businessドメインにおいて、経営管理領域における企業経営のコンサルティングサービスの提供及びこれに関するソフトウェアの設計・販売、及び経営管理に関するコンサルティングサービスの提供導入支援等、並びに、これら事業を行う会社を統括する中間持株会社として運営していく目的で、2024年10月に現在の商号に変更したとのこと。

マネーフォワードは、マネーフォワードグループにおける経営管理領域への更なる拡大を目指し、グループ内における組織再編を実施すること、また他社との戦略的な提携の機会を模索していたとのことです。マネーフォワードグループは、「規律あるM&A(グループジョイン)戦略の継続と、グループ資本戦略の最適化の推進」を成長戦略の一つとして掲げ、これまでに7社(連結子会社のみを対象)のグループジョインを実現してきたとのことです。

また、マネーフォワードは、2025年9月19日に公表した「連結子会社の異動(株式譲渡)および特別利益の計上見込みに関するお知らせ」に記載のとおり、マネーフォワードの連結子会社であるスマートキャンプ株式会社(以下「スマートキャンプ」といいます。)(注11)の更なる中長期的な成長戦略を検討した結果、ファンド運営の中で培った経営改善手法や三菱商事グループとの広範なネットワークを有する株式会社丸の内キャピタルの支援を得ることで、スマートキャンプが更なる企業価値向上・成長が図れると判断し、株式会社丸の内キャピタルが管理・運営する丸の内キャピタル第三号投資事業有限責任組合の特別目的会社であるエムキャップ二十一号株式会社への全株式の譲渡を決定するなど、マネーフォワードグループ全体の事業ポートフォリオの見直しと経営資源配分の最適化についても推進しているとのことです。その後、マネーフォワードは、2025年11月4日に公表した「連結子会社の異動(株式譲渡)に伴う通期業績予想の修正及び中長期財務ターゲット変更のお知らせ」に記載のとおり、同日付けでスマートキャンプの全株式を譲渡しており、主要セグメントのひとつであったSaaS Marketingセグメント(注11)全体が連結の範囲から除外されているとのことです。

(注11) 「スマートキャンプ」は、掲載サービス数3,000以上の国内最大級のSaaS比較サイト『BOXIL(ボクシル)』や、営業活動を支援するインサイドセールスアウトソーシング『BALES(ベイルズ)』を提供しているとのことです。同社はマネーフォワードグループにおいて、SaaS Marketingセグメントと呼ばれるSaaS企業のマーケティング・セールスを総合的に支援する事業領域を運営しているとのことです。

他方、当社は、戦略立案、予算編成、予測等の経営管理に特化した管理システム「OutlookSoft」の販売代理店業を行うことを目的として、2006年4月にOutlookSoft Japan株式会社の商号で設立されました。日本における「OutlookSoft」の販売は、大企業向けに順調に拡大していったものの、2007年にドイツのSAP SEが米国のOutlookSoft Corporationを買収したことを契機に、当社は「OutlookSoft」の販売代理店業からの脱却を企図し、2009年1月に現商号へ変更いたしました。その後、当社は、企業の予算管理・予算編成・経費予算管理などの管理会計・経営管理を高度化・効率化するための独自開発のクラウド対応型経営管理システム「Sactona」の開発・販売・導入・保守・インフラストラクチャー(注12)提供を事業とし、2025年9月30日現在までに、168社の国内企業へ導入を行ってきております。なお、当社の収益は、コンサルティング収入によるコンサルティングビジネスと、製品ライセンス収入及びインフラサービス収入によるベースビジネスの二つの構成で成り立っております。

(注12) 「インフラストラクチャー」とは、「Sactona」を利用するために必要なOS、ソフトウェア等及び「Sactona」をインストールしたサーバをネットワーク上で提供することをいいます。

2019年2月、当社の持株会社であったAcclaim Capital株式会社(以下「Acclaim Capital」といいます。)(注13)の株主であった代表取締役及び他創業株主は当社の更なる発展のためには付加価値をもたらす新たな株主に経営を委ねる事業承継が適切であると考え、M&A助言会社からの紹介でAcclaim Capitalの全株式の譲渡を検討いたしました。AG2号投資事業有限責任組合を業務執行組合員として運用するアスパラントグループ株式会社(以下「アスパラントグループ」といいます。)(注14)は、()潜在的な競争力はあるが、()何らかの理由でその競争力を十分発揮できておらず、()これらを解決することで、中長期的な成長軌道に乗せることができる、企業を投資対象としているとのことです。投資対象企業の業種については、特段の制約は設けていないものの、ソフトウェア業界は投資先の一つの柱となっているとのことです。これらから、アスパラントグループは、当社の役職員と共通の目標を持ち、合理化と成長の両面を追求することで、当社、産業、投資家、社会全体に貢献できるものと判断したため、上記M&A助言会社からの紹介、入札及び交渉を経て、アスパラントグループが無限責任組合員として運用するAG2号投資事業有限責任組合によるAcclaim Capitalの株式譲受を決定したとのことです。その後、当社株式については、2023年12月に東京証券取引所グロース市場に上場いたしました。

このような背景の中、マネーフォワードは、2024年8月上旬、アスパラントグループへ、2024年3月より戦略的な提携候補先として動向を注視していた当社の紹介を依頼したとのことです。アスパラントグループにおいては、当社に対する投資回収の機会の選択肢の一つとして、当社と事業上のシナジーが見込まれる他社への持分売却を検討していたことから、両社の意向が合致し、アスパラントグループはマネーフォワードを当社へ紹介することに合意したとのことです。マネーフォワードは、アスパラントグループからの紹介を受けて、2024年8月中旬、当社に対して、マネーフォワードが当社の議決権の少なくとも過半数を所有する資本関係を構築し、業務上の協力や連携を深めることについての提案書を提示したとのことです。マネーフォワード及び当社は、2024年8月下旬から2024年11月中旬にかけて複数回実施した意見交換等を通じて、両社が資本提携を行うことにより、両社グループのより一層の企業価値向上を図るための施策を講じることができ、両社グループ双方の企業価値向上が見込めると判断するに至りました。かかる判断の下、公開買付者及び当社は、2024年11月13日付で資本業務提携契約(以下「本資本業務提携契約」といいます。)を締結するとともに、公開買付者は、上記「本公開買付けの概要」に記載のとおり、当社をマネーフォワードの連結子会社化することを目的として、前回公開買付けを実施したとのことです。前回公開買付けは、当社の株主の皆様から2,895,657株の応募を集めて成立し、その結果、公開買付者は、前回公開買付けの決済の開始日である2024年12月18日付で当社株式2,197,499株(当社の総株主の議決権の数(2024年9月30日時点)に対する割合:60.00%)を所有するに至り、当社は同日付で公開買付者の連結子会社となりました。

公開買付者及び当社は、本資本業務提携契約に基づき資本業務提携(以下「本資本業務提携」といいます。)を開始した後、当社を含めたマネーフォワードグループ及び当社の双方の更なる企業価値向上を目指して、以下の各種取り組みを共同で推進してきたとのことです。

具体的には、両社間の連携を強化し、経営戦略の解像度を高めることを目的として、公開買付者の主要メンバーの出向及び社長室を設置したとのことです。これにより、グループ間における情報共有及び意思決定プロセスを強化し、当社の業績予想と実績の乖離を減らすための連携基盤の構築に取り組んでいるとのことです。当社取締役会や部門長会議といった会議体を通じ、グループシナジーの最大化に向けた事業運営の統合を進めているとのことです。

営業・マーケティング領域においては、公開買付者の有するマーケティングノウハウの当社への共有、及び潜在的な顧客や見込み客に関する情報の共有やセミナー・イベントへの共同参加を推進しているとのことです。既に公開買付者と当社の共同での商談を複数実現できており、グループ全体での顧客基盤拡大及び収益機会の最大化を目指した施策を進めているとのことです。

開発体制に関しては、マネーフォワードグループの先進的なAI技術等のノウハウを共有し、当社製品への機能導入の検討を開始するとともに、品質保証、エンジニア、インフラ等の採用要件明確化及び採用フローの再整備を通じて、当社の開発組織の持続可能性の強化に向けた支援を具体化しているとのことです。

また、人事・採用においては、マネーフォワードグループのリソースを活用したビジネス、開発、コンサルティング等の重要ポジションへの人材出向及び採用支援を積極的に行うことで、組織力の強化を推進しているとのことです。これにより、当社の高度な専門性を有するコンサルタント職の採用支援における成果や、グループ全体での優秀な人材の相互活用に向けた基盤整備が図られているとのことです。

さらに、バックオフィス業務に関しては、経理、法務、予実管理の各領域における連携を密に進めており、マネーフォワードグループの連結決算への円滑な移行、グループ規程の導入によるグループガバナンス体制の強化、並びに効率的な予算編成・統制の確立に向けた統合準備を進めているとのことです。

公開買付者及び当社は、前回公開買付けの検討過程において、当社株式の上場を維持することにより、独立した上場会社としての経営の透明性を確保することで当社の企業文化や経営の自主性を維持することが、当社の役員・従業員のモチベーションの維持にもつながり、当社の企業価値を向上させるために重要であるという認識で一致し、公開買付者は当社の経営方針を尊重していたとのことです。一方で、公開買付者は、当社を含むマネーフォワードグループの経営資源をこれまで以上に相互活用する際には、その有用性及取引としての客観的な公正性について、当社の少数株主を含む各ステークホルダーの利益を考慮した慎重な検討が必要になると考えているとのことです。当社とマネーフォワードグループがそれぞれ、上場企業として独立した経営を行っている現状においては、迅速かつ柔軟な意思決定を行う上で、一定の制約が生じる状況にあるとのことです。実際に、公開買付者による当社の連結子会社化後にこれらの問題が顕在化する場面もあり、このまま既存の取組みを継続するだけでは、本資本業務提携で想定されていた、マネーフォワードグループが展開するバックオフィス向けの複数のクラウドサービスに係る経営資源と、当社の主要製品である経営管理システム「Sactona」の事業基盤・顧客基盤を組み合わせることによる経営管理コンサルティング領域の強化という目的が十分に達成できていない状況にあり、当社株式の上場を維持したままでは、当社の企業価値の更なる向上は困難であると判断しているとのことです。

具体的には、公開買付者は、社長室の設置により経営管理体制の強化を図ってきたものの、上場会社としての情報開示及び内部統制の独立性を尊重する観点から、マネーフォワードグループが持つプロジェクト管理のノウハウの本格的な導入が困難な状況にあり、事業計画策定及び予実管理における課題の解決に時間を要しているとのことです。また、営業力の強化においては、マネーフォワードグループのブランドを活用した戦略的なセールス・マーケティングやプライシングの工夫といった、真のシナジー発揮に繋がる施策について、少数株主への利益相反の可能性を払拭するため、迅速な意思決定及び実行に踏み切ることができていないとのことです。同様に、組織マネジメント力の強化についても、統一的な人事制度や報酬体系の導入、組織の抜本的な再編といったグループ全体の最適な人材配置を機動的に進めることに制約が生じているとのことです。

また、公開買付者の当社株式の所有割合が68.48%に留まる状況において公開買付者から当社に経営資源を提供する場合には、経営資源の供与者と受益者が必ずしも一致するわけではなく、かかる状況においてさらに公開買付者が当社に対して企業価値向上に資する経営資源の提供を行うとすれば、利益の一部がマネーフォワードグループ外に流出するといった問題が指摘される可能性もあり、公開買付者としても、当社を含むマネーフォワードグループの企業価値向上を図るための機動的かつ効果的な施策を実行することに慎重とならざるを得ない面があるとのことです。

公開買付者は、上記「本公開買付けの概要」に記載のとおり、当社をマネーフォワードの連結子会社とすることを目的として前回公開買付けを実施しており、前回公開買付け成立後も引き続き当社株式の上場を維持する方針でしたが、本資本業務提携開始後に上記のような認識に至ったことから、2025年8月上旬に、当社の機動的かつ迅速な経営体制を確立し、経営管理コンサルティング領域の競争力強化によるマネーフォワードグループ及び当社双方の企業価値の最大化を図ることを目的として、当社を公開買付者の完全子会社とするための本取引についての本格的な検討を開始したとのことです。これを受け、公開買付者は、本取引について本格的な検討体制を構築するため、2025年8月下旬、マネーフォワードグループ及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして東京国際法律事務所を、2025年8月下旬にはマネーフォワードグループ及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてみずほ証券株式会社(以下「みずほ証券」といいます。)をそれぞれ選任したとのことです。そして、公開買付者は、2025年9月8日、当社に対して、公開買付者が本取引の検討を開始した旨及び本取引について具体的に協議を開始したい旨を伝達し、同日、当社から協議に応じる旨の回答を得たとのことです。これを受け、マネーフォワードは、東京国際法律事務所及びみずほ証券から助言を受けつつ、改めて当社の完全子会社化を行うべきか否かの検討を行った結果、当社の今後より一層の事業拡大を目指し、マネーフォワードグループ全体の企業価値向上を図っていくためには、当社を公開買付者の完全子会社とすることで資本関係をさらに強化し、当社の少数株主の皆様と公開買付者との間での利益相反のおそれを解消した上で、これまで以上の一体化した経営を行うことにより、マネーフォワードグループの経営資源を当社へ機動的かつ効果的に投入・統合し、経営管理コンサルティング領域の競争力を強化することで、当社を含むマネーフォワードグループ全体の企業価値を最大化する必要があるとの考えに至ったとのことです。

マネーフォワードが、本取引において想定している具体的なシナジー効果は以下のとおりとのことです。また、マネーフォワードは、本取引の実行に伴うディスシナジーは特段発生しないものと考えているとのことです。なお、本取引が成立した場合、当社株式の上場が廃止されることとなりますが、上場廃止に伴うデメリットとして、一般的には、資本市場から資金調達を行うことができなくなることや、社会的信用・ブランド力の確立、人材採用・従業員のモチベーション強化といった上場会社であることによるメリットを享受できなくなることが挙げられるとのことです。しかしながら、資金調達においては、事業に必要な資金はマネーフォワードグループから安定的な供給により確保することが可能であり、資金調達に関する影響は少ないと考えているとのことです。加えて、当社は引き続き上場会社である公開買付者の親会社であるマネーフォワードの下、マネーフォワードグループの中核企業として事業を継続し、マネーフォワードグループの信用力を最大限に活用できると考えているほか、高い採用力を有するマネーフォワードグループ一体として採用を行うことで人的リソースの確保に貢献し、また、マネーフォワードグループ内でのキャリアパスも提示することで従業員のモチベーション向上を図ることが可能と考えていることから、上場廃止に伴うデメリットによる影響は僅少であり、上記の当社の企業価値向上が見込まれるメリットを上回らないものと考えているとのことです。

()企業風土及びコミュニケーション設計改善

マネーフォワードグループは、親子上場の解消によりガバナンスの論点をクリアし、マネーフォワードグループの価値観や人事制度を迅速に導入・浸透させることで、マネーフォワードグループと当社における組織の一体感を高めることが可能と考えているとのことです。

()セールス・マーケティング体制の再構築

親子上場の解消により当社の少数株主に対する利益相反の懸念がなくなるため、マネーフォワードグループのブランド力を活用した戦略的なセールス・マーケティングや、柔軟なプライシングの工夫を迅速に実行し、当社を含むマネーフォワードグループ全体での収益機会の最大化を図ることができると考えているとのことです。

()各組織のKPI再設定及びモニタリング体制構築

本取引により当社が非上場化となった以降において、当社は上場企業としての情報開示・内部統制の独立性尊重が不要となり、マネーフォワードグループの経営管理・プロジェクト管理や目標設定ノウハウを当社に本格的に導入・統合し、予算管理と組織運営の精度を抜本的に向上させることができると考えているとのことです。

()パートナービジネスの強化

マネーフォワードグループの広範なネットワークとリソースを基に、戦略的なパートナーシップ構築を機動的に推進し、当社の事業拡大の基盤を強化することが可能と考えているとのことです。

()コンサル組織の稼働精査及び生産性向上

コンサルタントの稼働状況やプロジェクトの生産性を厳格に精査し、コンサルティング業務におけるAIの活用等生産性の向上施策を講じるとともに、抜本的な組織再編と人材配置の最適化を機動的に行い、収益性を高めることが可能と考えているとのことです。

()開発体制のモダン化

マネーフォワードグループの技術ノウハウ・開発リソース(AI技術等)を迅速かつ大規模に当社とも共有することで、当社の開発組織の持続可能性の課題を克服し、製品の競争力の向上に寄与することができると考えているとのことです。

その後、マネーフォワードは、2025年9月8日、本取引の背景及び目的、想定されるシナジー及びスケジュールを記載した初期的提案書を当社に対して提出したとのことです。そして、公開買付者は、同日に、当社よりデュー・ディリジェンスに合理的な範囲で協力する旨の通知を受けたとのことです。これを受け、公開買付者は、当社に対して2025年9月中旬から同年10月中旬までデュー・ディリジェンスを実施したとのことです。また、マネーフォワードは、2025年10月16日以降、当社との間で、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。)及び本新株予約権買付価格(以下に定義します。)に関して複数回に亘る協議・交渉を重ねてきたとのことです。具体的には、公開買付者は、2025年10月16日に、当社からの開示を受けた本事業計画(下記「(3) 算定に関する事項」の「 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」の「()算定の概要」において定義します。以下同じです。)をはじめ、デュー・ディリジェンスを通じた各種資料開示等に基づいた、みずほ証券による当社の事業及び財務の状況を踏まえた本源的価値の分析結果、当社株式の過去の株価推移に係る分析(過去の終値の推移のほか、過去1ヶ月間、過去3ヶ月間、過去6ヶ月間の各終値単純平均値等も踏まえた分析)の結果等の各種要素を総合的に勘案し、本公開買付価格については1,400円(提案日の前営業日である2025年10月15日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,270円に対して10.24%(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアム率の計算において同じです。)のプレミアムを加えた金額)、第1回新株予約権1個当たりの買付け等の価格(以下「第1回新株予約権買付価格」といいます。)及び第2回新株予約権1個当たりの買付け等の価格(以下「第2回新株予約権買付価格」といいます。)、第1回新株予約権買付価格と総称して、以下「本新株予約権買付価格」といいます。)については、本新株予約権の行使時において、継続して当社又は当社の子会社の取締役、監査役又は従業員のいずれかの地位にあることが行使条件として定められており、公開買付者が本新株予約権を取得したとしても行使することができないことを勘案し、経済合理性の観点から1円とする旨の初回提案を行ったとのことです。これに対して、公開買付者は、2025年10月17日に、当社より、本公開買付価格は、当社株式の本源的価値、上場来の株価推移等に照らし、到底受け入れられない水準であるとの判断に至ったことから、より高い本公開買付価格の提示を要請されたとのことです。また、本新株予約権買付価格は、本新株予約権者の資金工面等の観点も踏まえて、本公開買付価格と各新株予約権の行使価格の差額にその目的となる株式数を乗じた価格とすることも併せて要請されたとのことです。

公開買付者は、当社からの上記の要請を検討し、2025年10月22日に、本公開買付価格を1,510円(提案日の前営業日である2025年10月21日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,315円に対して14.83%のプレミアムを加えた金額)、本新株予約権買付価格については、第1回新株予約権は、当該新株予約権の行使価格が本公開買付価格として提示した1,510円を下回っていることから、当該提示価格1,510円と第1回新株予約権の行使価格750円との差額(760円)に第1回新株予約権1個当たりの目的となる当社株式(0.2株)を乗じた金額である152円、第2回新株予約権については、当該新株予約権の行使価格2,180円が本公開買付価格として提示した1,510円を上回っていることを理由に、第2回新株予約権買付価格は1円とする旨の提案を行ったとのことです。これに対し、公開買付者は2025年10月23日、当社から、本公開買付価格は、()上場後極めて短期間で株主に退出を求める本取引の特殊性に鑑みれば、当社の株式公開時の発行価格を意識すべきであること、()他社の類似案件と比較してプレミアム水準が著しく低いこと、()上場維持を前提とし、株主の強制的な退出を求めない2024年11月13日に公表した公開買付者による当社に対する前回公開買付け時のプレミアム水準と比較してもプレミアム水準が著しく低いこと等に照らし、依然として、到底受け入れられない水準であるとの判断に至ったことから、大幅に引き上げた本公開買付価格の提示を要請されるとともに、引き続き、本新株予約権買付価格については、本公開買付価格と本新株予約権の行使価格の差額に本新株予約権の目的株式数を乗じた価格とするよう要請されたとのことです。

これに対し、公開買付者は、当社からの上記の要請を検討し、2025年10月27日に、本公開買付価格を1,600円(提案日の前営業日である2025年10月24日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,303円に対して22.79%のプレミアムを加えた金額)、本新株予約権買付価格については、第1回新株予約権は、当該新株予約権の行使価格が本公開買付価格として提示した1,600円を下回っていることから、当該提示価格1,600円と第1回新株予約権の行使価格750円の差額(850円)に第1回新株予約権1個当たりの目的となる当社株式(0.2株)を乗じた金額である170円、第2回新株予約権については、当該新株予約権の行使価格が本公開買付価格として提示した1,600円を上回っていることを理由に、第2回新株予約権買付価格は1円とする旨の提案を行ったとのことです。これに対し、公開買付者は2025年10月27日、当社から、本公開買付価格は、依然として、到底受け入れられない水準であるとの判断に至ったことから、大幅に引き上げた本公開買付価格の提示を要請されるとともに、引き続き、本新株予約権買付価格については、本公開買付価格と本新株予約権の行使価格の差額に本新株予約権の目的株式数を乗じた価格とするよう要請されたとのことです。

これに対し、公開買付者は、当社からの上記の要請を検討し、2025年10月29日に、本公開買付価格を1,656円(提案日である2025年10月29日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,218円に対して35.96%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,305円に対して26.90%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,324円に対して25.08%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,279円に対して29.48%のプレミアムを加えた金額)、本新株予約権買付価格については、第1回新株予約権は、当該新株予約権の行使価格が本公開買付価格として提示した1,656円を下回っていることから、当該提示価格1,656円と第1回新株予約権の行使価格750円の差額(906円)に第1回新株予約権1個当たりの目的となる当社株式(0.2株)を乗じた金額である181円(小数点以下を切り捨てております。以下、新株予約権の行使価格の差額の計算において同じです。)、第2回新株予約権については、当該新株予約権の行使価格が本公開買付価格として提示した1,656円を上回っていることを理由に、第2回新株予約権買付価格は1円とする旨の提案を行ったとのことです。これに対し、公開買付者は2025年11月4日、本特別委員会(下記「当社における意思決定に至る過程及び理由」の「()検討体制の構築の経緯」において定義します。以下同じです。)と面談を行い、更なる本公開買付価格の引上げを要請された上で、同日、東京証券取引所グロース市場における当社株式の過去1ヶ月間の終値単純平均値及び過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム水準が他社の類似案件におけるプレミアム水準と同等となる価格を要請されたとのことです。加えて、上場後約2年間という極めて短期間で株主に退出を求めること、上場維持を前提とした前回公開買付けの後わずか1年で強制的に株主の退出を求めることの当否については慎重に判断すべきこと、本特別委員会における提案価格の検討においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を付すなどして少数株主の意見を十分に勘案できる条件設定を要請する必要性も生じ得ること、当社が適切と考える市場株価を実現するために引き続き上場を維持する選択肢もあり得ること等に照らし、本公開買付価格の引上げ要請を行うとともに、引き続き、本新株予約権買付価格については、本公開買付価格と本新株予約権の行使価格の差額に本新株予約権の目的株式数を乗じた価格とするよう書面でも要請されたとのことです。

これに対し、公開買付者は、当社からの上記の要請を検討し、2025年11月6日に、本公開買付価格を1,800円(提案日である2025年11月6日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,227円に対して46.70%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,276円に対して41.07%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,320円に対して36.36%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,281円に対して40.52%のプレミアムを加えた金額)、本新株予約権買付価格については、第1回新株予約権は、当該新株予約権の行使価格が本公開買付価格として提示した1,800円を下回っていることから、当該提示価格1,800円と第1回新株予約権の行使価格750円の差額(1,050円)に第1回新株予約権1個当たりの目的となる当社株式(0.2株)を乗じた金額である210円、第2回新株予約権については、当該新株予約権の行使価格が本公開買付価格として提示した1,800円を上回っていることを理由に、第2回新株予約権買付価格は1円とする旨の提案を行ったとのことです。

これに対し、公開買付者は2025年11月10日、本特別委員会から、当社としての本取引に対する最終的な意思決定は2025年11月12日に開催予定の取締役会での決議によることを前提として、当該提案に応諾する旨の回答を受けたとのことです。

以上の検討、協議及び判断を踏まえ、公開買付者は、2025年11月12日、本取引の一環として、本公開買付価格を1,800円、第1回新株予約権買付価格を210円、第2回新株予約権買付価格を1円として本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

本公開買付け後の経営方針

公開買付者は、本取引により当社を公開買付者の完全子会社とすることで、当社を含むマネーフォワードグループの連携をさらに進めるとともに、意思決定を迅速化させ、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の本取引によるメリット・シナジーを実現させることにより、さらなる企業価値向上に向けた経営を行うとのことです。

本取引後の当社の経営体制について、現時点で決定している詳細事項なく、本取引の完了後、一定期間の検討期間を設けた上で、具体的な役員構成やその他の経営体制については当社と協議の上、今後決定する予定とのことです。

当社における意思決定に至る過程及び理由

()検討体制の構築の経緯

当社は、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、2025年9月8日、公開買付者より、マネーフォワードが本取引の検討を開始した旨及び本取引について具体的に協議を開始したい旨を伝達され、同日、公開買付者に対し、協議に応じる旨の回答をいたしました。

当社は、本取引の検討並びに公開買付者との本取引に係る協議及び交渉を行うにあたり、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、公開買付者が当社の支配株主(親会社)であり、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存在する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するため、2025年9月16日開催の当社取締役会において、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として株式会社ブルータス・コンサルティング(以下「ブルータス・コンサルティング」といいます。)を、リーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所を、それぞれ本特別委員会(下記において定義します。)の承認を得られることを条件として選任いたしました。

また、当社は、当社の一般株主の皆様の保護を目的として、本取引の実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の観点から本取引の公正性を担保する措置の一環として、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、2025年9月16日開催の当社取締役会において、マネーフォワードグループ及び本取引の成否から独立した、当社の社外取締役(監査等委員・独立役員)である菊池英生氏(公認会計士、株式会社LeverN取締役、仙台運輸倉庫株式会社監査役、協三軽金属株式会社社外取締役)、社外取締役(監査等委員)である紀平貴之氏(弁護士)、社外取締役(監査等委員・独立役員)である岩楯めぐみ氏(社会保険労務士)の3名によって構成される特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。)を設置いたしました。本特別委員会は、2025年9月25日開催の特別委員会において、マネーフォワードグループ及び当社並びに本取引の成否からの独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてのブルータス・コンサルティングの選任、並びにリーガル・アドバイザーとしてのTMI総合法律事務所の選任をそれぞれ承認しております。

さらに、当社は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、マネーフォワードグループから独立した立場で、本公開買付けを含む本取引に係る検討(当社株式の価値算定の基礎となる本事業計画の作成を含みます。)及び判断を行う体制(本公開買付けを含む本取引の検討及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。)を当社の社内に構築するとともに、本特別委員会により、かかる検討体制につき独立性及び公正性の観点から問題がないことについて承認を受けております(当社における独立した検討体制の構築についての詳細は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した検討体制の構築」をご参照ください。)。

() 検討・交渉の経緯

当社は、上記の体制の下、ブルータス・コンサルティングから公開買付者との交渉方針に関する助言その他の財務的見地からの助言及び当社株式の価値算定結果に関する報告を受けるとともに、TMI総合法律事務所から本取引における手続の公正性を確保するための対応についての助言その他の法的助言を受けながら、本特別委員会の意見の内容を最大限尊重し、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に協議及び検討を行ってまいりました。

また、当社は、2025年9月8日に、公開買付者から、本取引について具体的に協議を開始したい旨を伝達されて以降、公開買付者との間で、本取引に向けた継続的かつ具体的な協議及び交渉を行ってまいりました。

具体的には、本特別委員会は、2025年9月26日に、公開買付者に対し、本取引の提案の経緯・背景、本取引の目的(本取引によって創出が見込まれるシナジー効果を含む。)、本取引後の当社の経営方針、本取引の想定ストラクチャー(本取引における公正性担保措置を含む。)、その他本公開買付けの諸条件等に関して書面による質問をしたところ、2025年10月7日に、公開買付者から当該質問事項について書面による回答を受けました。当該回答を受け、本特別委員会は、2025年10月9日に、本取引の検討を深めるべく、公開買付者に対して本取引の目的、本取引後の当社の経営方針、本取引の想定ストラクチャー等に関して書面により追加質問をした上で、書面による回答及び本特別委員会の場における口頭での説明を要請いたしました。そして、2025年10月14日開催の本特別委員会において、公開買付者から本取引の目的、本取引後の当社の経営方針、本取引の想定ストラクチャー等に関する口頭での説明を受け、これに対する質疑応答を行うとともに、本取引の意義・目的に関する協議を行いました。

また、本公開買付価格について、本特別委員会は、公開買付者との間で複数回にわたる協議・交渉を重ねてまいりました。具体的には、本特別委員会は、2025年10月16日に、公開買付者から、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券が実施した株式価値分析の結果、当社株式の市場株価推移等を総合的に勘案し、本公開買付価格を1,400円(提案日の前営業日である2025年10月15日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,270円に対して10.24%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,339円に対して4.56%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,325円に対して5.66%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,266円に対して10.58%のプレミアムを加えた金額)、本新株予約権買付価格については1円とする旨の初回提案を受けました。これに対し、本特別委員会は、2025年10月17日、当該提案価格は、当社株式の本源的価値、上場来の株価推移等に照らし、到底受け入れられない水準であるとして、本公開買付価格の引上げ要請を行うとともに、本新株予約権買付価格を本公開買付価格と本新株予約権の行使価格の差額に本新株予約権の目的株式数を乗じた価格とするよう要請しました。かかる要請を受けた公開買付者から、2025年10月22日、本公開買付価格を1,510円(提案日の前営業日である2025年10月21日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,315円に対して14.83%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,330円に対して13.53%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,325円に対して13.96%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,272円に対して18.71%のプレミアムを加えた金額)、第1回新株予約権買付価格については、本公開買付価格1,510円と第1回新株予約権の行使価格750円との差額に第1回新株予約権1個の目的となる当社株式数0.2株を乗じた金額152円とすること、第2回新株予約権買付価格については、第2回新株予約権の行使価格2,180円が本公開買付価格1,510円を上回るため、1円とする旨の2回目の提案を受けました。これに対し、本特別委員会は、2025年10月23日、本公開買付価格は、上場後極めて短期間で株主に退出を求める本件の特殊性に鑑みれば、当社の株式公開時の発行価格を意識すべきであること、他社の類似案件と比較してプレミアム水準が著しく低いこと、上場維持を前提とし、株主の強制的な退出を求めない2024年11月13日に公表した前回公開買付け時のプレミアム水準と比較してもプレミアム水準が著しく低いこと等に照らし、依然として、到底受け入れられない水準であるとして、本公開買付価格の引上げ要請を行うとともに、引き続

き、本新株予約権買付価格については、本公開買付価格と本新株予約権の行使価格の差額に本新株予約権の目的株式数を乗じた価格とするよう要請しました。かかる要請を受けた公開買付者から、2025年10月27日、本公開買付価格を1,600円(提案日の前営業日である2025年10月24日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,303円に対して22.79%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,323円に対して20.94%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,326円に対して20.66%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,277円に対して25.29%のプレミアムを加えた金額)、第1回新株予約権買付価格については、本公開買付価格1,600円と第1回新株予約権の行使価格750円との差額に第1回新株予約権1個の目的となる当社株式数0.2株を乗じた金額170円とすること、第2回新株予約権買付価格については、第2回新株予約権の行使価格2,180円が本公開買付価格1,600円を上回るため、1円とする旨の3回目の提案を受けました。これに対し、本特別委員会は、2025年10月27日、本公開買付価格は、他社の類似案件におけるプレミアム水準や、上場維持を前提とし株主の強制的な退出を求めない前回公開買付け時のプレミアム水準と比較してその水準が著しく低いこと、上場後極めて短期間で株主に退出を求める本件の特殊性が十分に考慮されていると考えられないこと、加えて、上場後約2年間という極めて短期間で株主に退出を求めることの当否については、当社が適切と考える市場株価を実現するために引き続き上場を維持する選択肢もあり得ることも踏まえて価格を慎重に検討すべきこと等に照らし、依然として、到底受け入れられない水準であるとして、本公開買付価格の引上げ要請を行うとともに、引き続き、本新株予約権買付価格については、本公開買付価格と本新株予約権の行使価格の差額に本新株予約権の目的株式数を乗じた価格とするよう要請しました。かかる要請を受けた公開買付者から、2025年10月29日、本公開買付価格を1,656円(提案日である2025年10月29日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,218円に対して35.96%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,305円に対して26.90%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,324円に対して25.08%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,279円に対して29.48%のプレミアムを加えた金額)、第1回新株予約権買付価格については、本公開買付価格1,656円と第1回新株予約権の行使価格750円との差額に第1回新株予約権1個の目的となる当社株式数0.2株を乗じた金額181円とすること、第2回新株予約権買付価格については、第2回新株予約権の行使価格2,180円が本公開買付価格1,656円を上回るため、1円とする旨の4回目の提案を受けました。さらに、本特別委員会は2025年11月4日に公開買付者と面談を行い、更なる価格の引上げを口頭で要請した上で、同日、東京証券取引所グロース市場における当社株式の過去1ヶ月間の終値単純平均値及び過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム水準が他社の類似案件におけるプレミアム水準と同等となる価格を要請しました。加えて、上場後約2年間という極めて短期間で株主に退出を求めること、上場維持を前提とした前回公開買付けの後わずか1年で強制的に株主の退出を求めることの当否については慎重に判断すべきこと、本特別委員会における提案価格の検討においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を付すなどして少数株主の意見を十分に勘案できる条件設定を要請する必要性も生じ得ること、当社が適切と考える市場株価を実現するために引き続き上場を維持する選択肢もあり得ること等に照らし、本公開買付価格の引上げ要請を行うとともに、引き続き、本新株予約権買付価格については、本公開買付価格と本新株予約権の行使価格の差額に本新株予約権の目的株式数を乗じた価格とするよう書面でも要請しました。かかる要請を受けた公開買付者から、2025年11月6日、本公開買付価格を1,800円(提案日である2025年11月6日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,227円に対して46.70%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,276円に対して41.07%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,320円に対して36.36%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,281円に対して40.52%のプレミアムを加えた金額)、第1回新株予約権買付価格については、本公開買付価格1,800円と第1回新株予約権の行使価格750円との差額に第1回新株予約権1個の目的となる当社株式数0.2株を乗じた金額210円とすること、第2回新株予約権買付価格については、第2回新株予約権の行使価格2,180円が本公開買付価格1,800円を上回るため、1円とする旨の5回目の提案を受けました。これに対し、本特別委員会は、公開買付者に対して、当社としての本取引に対する最終的な意思決定は2025年11月12日に開催予定の取締役会での決議によることを前提として、5回目の提案に応諾する旨を回答いたしました。

()判断の内容

以上の経緯の下で、当社は、リーガル・アドバイザーであるTMI総合法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2025年11月12日付で答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けました(本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。)。また、当社は、プルータス・コンサルティングから、2025年11月11日付で当社株式に係る株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)」といいます。)の提供も受けております(本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)の概要については、下記「(3) 算定に関する事項」の「 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。)。

その上で、当社は、リーガル・アドバイザーであるTMI総合法律事務所から受けた法的助言及び第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングから取得した本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、本公開買付価格を含む本取引の諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

当社を取り巻く事業環境は、競合の台頭による競争激化が見込まれ、事業成長を継続するためには、当社の主要製品である「Sactona」への依存を回避するため早期に積極的な投資を実行する必要性が高まっております。このような状況の下、当社は、公開買付者の連結子会社となった2024年12月以降、本資本業務提携に基づき、マネーフォワードグループからの経験豊富な人材の出向受け入れ、公開買付者やナレッジラボとのSactona販売・導入に係る代理店契約締結、共同セミナーの実施、及びマネーフォワードグループによる当社人員採用に関する支援といったPost Merger Integration(PMI)施策を推進してまいりました。しかし、当社が上場子会社として独立性を維持する現状においては、少数株主との利益相反への懸念等から、マネーフォワードグループ全体の最適化に資する戦略的なセールス・マーケティング機能の再構築や柔軟なプライシング戦略といった抜本的施策を迅速に実行することに制約が生じておりました。

当社は、上場により資本市場からの資金調達手段の獲得や社会的な信用力及び知名度の向上に伴う優れた人材の確保及び取引先等の拡大を図り、もって更なる事業拡大を目指して、当社株式を2023年12月に東京証券取引所グロース市場に上場いたしました。こうした課題認識に基づき慎重に検討を重ねた結果、今後も既存の取り組みの延長線上に留まるのではなく、本公開買付けを通じて当社を完全子会社化し、親子上場体制を解消することが不可欠であるとの結論に至りました。これにより、迅速な意思決定を妨げる制約や、少数株主との構造的な利益相反関係が解消され、これまで以上に一体化した経営体制を構築することで、以下のようなシナジー創出を見込むことができ、当社及び公開買付者の更なる企業価値向上に資するとの結論に至りました。さらに、これまで実施できなかった製品の機能・サービス強化のためのM&Aや、AI・クラウド化等の先行開発投資も積極的に実施できるようになることも見込んでおります。

(ア)セールス・マーケティング体制の再構築

当社が公開買付者の完全子会社になることで、セールス・マーケティング体制の再構築及び共通化を図ることが可能となり、受注見込みが高い案件を効果的に獲得することが期待できると考えております。

(イ)各組織のKPI再設定及びモニタリング体制の構築

当社が公開買付者の完全子会社になることで、マネーフォワードグループの有するKPIの設定や達成度に対するモニタリング、モニタリング結果に応じたアクション実行に関するノウハウを一層活用することが可能となり、当社の生産性の向上が期待できると考えております。

(ウ)パートナービジネスの強化

当社が公開買付者の完全子会社になることで、公開買付者と当社の少数株主との間の利益相反構造が解消されることとなり、マネーフォワードグループの広範なネットワークとリソースを一層活用することが可能となるサポート体制を構築することが期待できると考えております。

(エ)コンサル組織の稼働精査及び生産性向上

当社が公開買付者の完全子会社になることで、マネーフォワードグループの先進的なAI技術、経営管理・プロジェクト管理や目標設定ノウハウ等を一層活用することが可能となり、コンサルタントの稼働状況やプロジェクトの生産性を厳格に精査し、抜本的な組織再編と人材配置の最適化を機動的に行い、収益性が高まることが期待できると考えております。

(オ)開発体制のモダン化

当社が公開買付者の完全子会社になることで、マネーフォワードグループの技術ノウハウ・開発リソース(AI技術等)を一層迅速かつ大規模に共有することが可能となり、当社の開発体制の強靱化及びAI技術への取組みの強化を図るためのサポート体制を構築することが期待できると考えております。

なお、当社は、本取引の実行に伴うディスシナジーについても検討いたしました。この点、本取引の実行により、当社株式は上場を廃止し、当社は公開買付者の完全子会社となることが企図されているところ、これにより、当社の取引先からの信用力や本取引実行後の経営体制変更に伴う従業員のモチベーション等への影響が考えられるものの、マネーフォワードグループの中核企業として、マネーフォワードブランドの信用力を最大限に活用できること、及び公開買付者から、当社の経営体制等について、従業員のモチベーションに最大限配慮することを前提として当社との間で慎重に協議していく方針である旨聞いていること等を踏まえ、当社としては、当社が本取引を通じて当社株式の上場を廃止し、公開買付者の完全子会社となることは、当社の取引先、従業員、その他のステークホルダーにおいて受け入れられると考えており、本取引の実行後においても特段のディスシナジーは発生しないと認識しております。また、上場廃止に伴う一般的なデメリットとして、資本市場から資金調達を行うことができなくなることが挙げられますが、マネーフォワードグループからの安定的な資金供給を期待できることから、当該デメリットは生じないと当社としては考えております。また、当社は、以下の点等から、本公開買付価格として1,800円は妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的なプレミアムを付した価格及び合理的な諸条件により当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

(ア)下記「(3) 算定に関する事項」の「 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、本公開買付価格は、ブルータス・コンサルティングによる当社株式に係る株式価値算定結果において、市場株価基準法に基づく算定結果の上限を上回っており、また、類似会社比較法及びディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。))に基づく算定結果の範囲内の金額であること。

(イ)本公開買付価格は、当社の上場来最高値である1,699円(2024年3月27日の取引時間中の最高値)を上回る水準であり、さらに、当社の株式公開時の発行価格1,800円と同額であること。

(ウ)本公開買付価格は、当社株式の2025年11月11日の東京証券取引所グロース市場における終値1,226円に対して46.82%、直近1ヶ月間の終値単純平均値1,257円に対して43.20%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,317円に対して36.67%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,283円に対して40.30%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であって、そのプレミアムは類似案件35件(経済産業省によって「公正なM&Aの在り方に関する指針」が公表された2019年6月28日以降の支配株主による完全子会社化を意図した公開買付け事例であって、かつ、対象会社のPBRが1倍を超える事例(但し、公表前リーク報道があった事例、ディスカウントTOB事例を除く。))(公表日の前営業日を基準日として、同日の終値並びに同日までの過去1ヶ月間、同過去3ヶ月間及び同過去6ヶ月間の終値単純平均値におけるそれぞれのプレミアム率の平均値(それぞれ、37.98%、40.08%、38.83%、36.88%)と比較した場合、と遜色のない相応の水準であること。

(エ)本公開買付価格は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置が講じられた上で、当社及びマネーフォワードグループから独立した本特別委員会の実質的な関与の下、公開買付者との間で真摯に交渉を重ね、当初の公開買付者からの提案価格である1,400円から400円引上げられた価格であること。

(オ)当社における独立した本特別委員会から取得した本答申書において、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本公開買付価格も含め、本取引の条件は公正でありかつ妥当であると判断されていること。

加えて、当社は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)に該当する買付予定数の下限が設定されていないものの、その他の本公開買付価格の公正性を担保するための措置が十分に講じられていると解されることに鑑みると、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)条件が設定されていないことのみをもって、適切な公正性担保措置が講じられていないと評価されるものではないと考えており、また、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社の株主及び本新株予約権者が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置」に記載のとおり、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日としていること等に鑑みれば、本取引に係る本公開買付価格以外の取引条件についても、本公開買付けの公正性の担保に配慮したものであり、妥当なものであると考えています。

以上より、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2025年11月12日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様及び第1回新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨し、第2回新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けに応募するか否かについて、第2回新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨を決議いたしました。

当該取締役会における決議の方法については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員を含む。)全員の承認」をご参照ください。

(3) 算定に関する事項

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

()算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の公正性を担保するために、当社及びマネーフォワードグループのいずれからも独立した第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年11月11日付で本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)を取得いたしました。なお、ブルータス・コンサルティングは、当社及びマネーフォワードグループのいずれの関連当事者にも該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本取引に係るブルータス・コンサルティングに対する報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

当社は、ブルータス・コンサルティングは第三者算定機関としての独立性が確保されていること、及びブルータス・コンサルティングは過去の同種事案の第三者算定機関としての実績を有していること等を踏まえ、ブルータス・コンサルティングを当社及びマネーフォワードグループ並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関として選定いたしました。

また、2025年9月25日開催の本特別委員会において、ブルータス・コンサルティングの独立性及び専門性に問題がないことから、当社の第三者算定機関として承認した上で、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認しております。なお、当社は、本取引に際して実施されている他の本公開買付価格の公正性を担保するための措置並びに利益相反を回避するための措置(具体的な内容については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」をご参照ください。)を踏まえると、当社の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考え、ブルータス・コンサルティングから本公開買付価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

()算定の概要

ブルータス・コンサルティングは、複数の算定手法の中から当社株式の価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所グロース市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による当社株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を用いて当社株式の株式価値算定を行いました。上記各手法に基づいて算定された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法：1,226円～1,317円

類似会社比較法：1,297円～2,244円

DCF法：1,528円～2,489円

市場株価法では、算定基準日を2025年11月11日として、東京証券取引所グロース市場における当社株式の基準日の終値1,226円、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,257円、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,317円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値1,283円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,226円から1,317円までと算定しております。

類似会社比較法では、当社と類似する事業を営む上場会社として、株式会社プロシップ、株式会社システムインテグレータ、株式会社アバントグループ、株式会社オロ、株式会社ビーブレイクシステムズ、株式会社電算システムホールディングス、フリー株式会社、ビジネスエンジニアリング株式会社、ピー・シー・エー株式会社、株式会社クレオ及び株式会社ミロク情報サービスを選定した上で、EBIT及びEBITDAの倍率を用いて算定を行い、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,297円から2,244円までと算定しております。

DCF法では、当社から提供された2026年3月期から2029年3月期までの事業計画(以下「本事業計画」といいます。)、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2026年3月期第3四半期以降に当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引くことにより当社の企業価値や株式価値を評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,528円から2,489円までと算定しております。なお、割引率は加重平均資本コストとし、10.7%～12.0%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用しております。永久成長率法では、理論上想定される長期的な経済環境等を踏まえ永久成長率は0%とし、継続価値を4,635百万円～5,204百万円と算定しております。倍率法ではEBIT及びEBITDAの倍率を採用し、業界各社の水準等を踏まえ6.0倍～10.0倍及び4.7倍～9.0倍として、継続価値を3,986百万円～8,141百万円と算定しております。また、非事業用資産として、評価基準日時点における余剰資金(当社の現預金から、過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金を控除して算出しております。)を加算しております。

ブルータス・コンサルティングがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。なお、本事業計画においては、大幅な増減益及びフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度は含まれておりませんが、2026年3月期(6ヶ月)においては、運転資本の季節的変動により一時的なフリー・キャッシュ・フローのマイナスを見込んでおります。また、本取引実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、上記算定には加味されておりません。

(単位：百万円)

	2026年 3月期 (6ヶ月)	2027年 3月期	2028年 3月期	2029年 3月期
売上高	1,039	2,128	2,389	2,687
営業利益	315	644	721	821
E B I T D A	326	664	744	848
フリー・キャッシュ・フロー	252	418	453	536

なお、本事業計画は、当社が本取引の検討開始後に、過去、マネーフォワードグループ(当社を除きます。)の役職員として在籍していた経歴のない当社の従業員によって作成したものであり、本事業計画は当社が現時点において合理的に予測可能である2029年3月期までを期間として設定しております。

ブルータス・コンサルティングは、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債(金融派生商品、簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による算定時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。但し、ブルータス・コンサルティングは、算定の基礎とした当社の本事業計画について、当社との間で質疑応答を行いその内容を確認しております。

なお、第1回新株予約権買付価格が、本公開買付価格と第1回新株予約権の行使価格との差額に第1回新株予約権1個の目的となる当社株式の数を乗じた金額とされ、本公開買付価格をもとに決定されていること、第2回新株予約権買付価格が、第2回新株予約権の行使価格2,180円が本公開買付価格1,800円を上回ることを理由に1円と決定されていることから、当社は、本新株予約権買付価格について第三者算定機関から算定書や意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。また、本新株予約権はいずれも、譲渡による取得については当社取締役会の承認を要するものとされておりますが、当社は、2025年11月12日開催の取締役会において、本新株予約権者の皆様、その所有する本新株予約権を本公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて、実際に本新株予約権者から本公開買付けに応募のあった本新株予約権に限り、本公開買付けの成立を条件として、包括的に承認することを決議しております。

公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

()算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、マネーフォワードグループ及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券に対し、当社の株式価値の算定を依頼したとのことです。なお、みずほ証券は、マネーフォワードグループ及び当社の関連当事者には該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有していないとのことです。なお、みずほ証券のグループ企業である株式会社みずほ銀行(以下「みずほ銀行」といいます。)は、マネーフォワードグループに対して通常の銀行取引の一環としての融資取引等を実施しており、みずほ証券の関係会社である楽天証券株式会社(以下「楽天証券」といいます。)は当社の株主たる地位を有しておりますが、本取引に関してマネーフォワードグループ及び当社との利益相反に係る重要な利害関係を有していないとのことです。なお、みずほ証券によれば、みずほ証券は法第36条第2項及び金融商品取引業等に関する内閣府令(平成19年内閣府令第52号。その後の改正を含みます。)第70条の4の適用法令に従い、適切な利益相反管理体制を構築し、かつ実施しており、みずほ銀行の貸付人の地位及び楽天証券の株主の地位とは独立した立場で、当社の株式価値の算定を行っているとのことです。

公開買付者は、みずほ証券とみずほ銀行及び楽天証券間で適切な利益相反管理体制が構築されていること、マネーフォワードグループとみずほ証券は一般取引先と同様の取引条件での取引を実施しているため、みずほ証券は第三者算定機関としての独立性が確保されていること、みずほ証券は過去の同種事案の第三者算定機関としての実績を有していること等を踏まえ、公開買付者はみずほ証券を独立した第三者算定機関として選任しているとのことです。

()算定の概要

みずほ証券は当社の財務状況、当社株式の市場株価の動向等について検討を行った上で、多面的に評価することが適切であると考え、複数の株式価値算定手法の中から採用すべき算定手法を検討した結果、市場株価基準法、類似企業比較法及びDCF法を用いて、当社株式の株式価値の算定を行い、公開買付者は、みずほ証券から2025年11月11日付で当社株式の株式価値に関する株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(みずほ証券)」といいます。)を取得したとのことです。なお、公開買付者は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の諸要素を総合的に考慮し、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えていることから、みずほ証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得していないとのことです。

本株式価値算定書(みずほ証券)によると、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲はそれぞれ以下のとおりとのことです。

市場株価基準法：1,226円から1,317円

類似企業比較法：1,000円から1,463円

DCF法：1,217円から2,316円

市場株価基準法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年11月11日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所グロース市場における算定基準日の終値1,226円、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,257円、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,317円及び同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,283円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,226円から1,317円と算定しているとのことです。

類似企業比較法では、当社と比較的類似する事業を営む上場会社の市場株価や収益性等を示す財務指標との比較を通じて、当社株式の株式価値を算定し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,000円から1,463円と算定しているとのことです。

DCF法では、当社から提供を受けた本事業計画(2026年3月期から2029年3月期までの4年間)を基礎とし、直近までの業績の動向、公開買付者が2025年9月中旬から同年10月中旬まで実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、一般に公開された情報等の諸要素を考慮して公開買付者において調整を行った当社の将来の収益予想に基づき、当社が2026年3月期第2四半期以降において創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率(加重平均資本コスト)で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,217円から2,316円と算定しているとのことです。なお、みずほ証券が上記DCF法による分析に用いた本事業計画には、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりませんが、大幅なフリー・キャッシュ・フローの変動を見込んでいる事業年度が含まれているとのことです。具体的には2026年3月期において、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増加を見込んでいるとのことです。これは、()2025年3月期から2026年3月期にかけて営業利益が増加する見込みであること、及び()2025年3月期においては、仮払消費税の増加に伴い期末時点の未払消費税が減少したことや契約期間が期末をまたぐライセンス契約が減少したこと等に起因して運転資本が増加し、2024年3月期対比フリー・キャッシュ・フローが減少していたものの、2026年3月期以降は運転資本の額について一定の仮定を置いて算出しており、運転資本の増加影響が解消されると見込まれるためであるとのことです。

なお、本公開買付価格である1,800円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年11月11日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,226円に対して46.82%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,257円に対して43.20%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,317円に対して36.67%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,283円に対して40.30%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となるとのことです。

本新株予約権のうち、第1回新株予約権については、本書提出日現在において、当社株式1株当たりの行使価格750円が本公開買付価格(1,800円)を下回っており、かつ権利行使期間が到来して権利行使条件を充足しております。そこで、公開買付者は、第1回新株予約権買付価格を本公開買付価格である1,800円と第1回新株予約権の当社株式1株当たりの行使価格との差額(1,050円)に第1回新株予約権1個当たりの目的となる当社株式(0.2株)を乗じた金額とすることを決定いたしました。他方で、第2回新株予約権については、本書提出日現在において、当社株式1株当たりの行使価格が本公開買付価格(1,800円)を上回っているため、公開買付者は、第2回新株予約権買付価格を1円とすることを決定したとのことです。

なお、公開買付者は、上記のとおり、本新株予約権買付価格を決定したことから、第三者算定機関から算定書や意見書(フェアネス・オピニオン)を取得していないとのことです。

(4) 上場廃止となる見込み及びその理由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所グロース市場に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、本公開買付けの成立後に、当社に対して、上記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、本スクイーズアウト手続の実施を要請することを予定しておりますので、その場合、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所グロース市場において取引することはできません。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより、公開買付者が当社株式の全て(但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)及び本新株予約権の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により、当社株式の全て(但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)及び本新株予約権の全てを取得することを目的として、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。

株式等売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の全員(以下「売渡株主」といいます。)に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求(以下「本株式売渡請求」といいます。)するとともに、本新株予約権者の全員(以下「売渡新株予約権者」といいます。)に対してその所有する本新株予約権の全部を売り渡すことを請求(以下「本新株予約権売渡請求」といい、「本株式売渡請求」と併せて「本株式等売渡請求」といいます。)する予定とのことです。本株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を売渡株主に対して交付することを定める予定であり、また、本新株予約権売渡請求においては、本新株予約権1個当たりの対価として、本新株予約権買付価格と同額の金銭を売渡新株予約権者に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して本株式等売渡請求の承認を求めるとのことです。当社がその取締役会の決議により本株式等売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、売渡株主及び売渡新株予約権者の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、本株式等売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主の全員からはその所有する当社株式の全部を、売渡新株予約権者からはその所有する本新株予約権の全部を取得するとのことです。この場合、公開買付者は、売渡株主がそれぞれ所有していた当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を、また、売渡新株予約権者に対し、売渡新株予約権者の所有していた本新株予約権1個当たりの対価として、本新株予約権買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。

なお、当社は、公開買付者より本株式等売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社取締役会において本株式等売渡請求を承認する予定です。

本株式等売渡請求に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、会社法第179条の8その他関係法令の定めに従って、裁判所に対して、売渡株主はその所有する当社株式、本売渡新株予約権者はその所有する本新株予約権の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められています。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式及び本新株予約権の売買価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

株式併合

本公開買付けの成立後、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき当社株式の併合(以下「本株式併合」といいます。)を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)の開催を当社に対して要請する予定とのことです。本臨時株主総会を開催する場合、2026年3月上旬頃を目途に開催される予定ですが、その具体的な手続及び実施時期等については、当社と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定とのことです。なお、公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた当社の株主の皆様に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数(合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。)に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。公開買付者は、当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付けに当該株主の皆様が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に対して要請する予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者が当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式を除きます。)を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定されるよう当社に対して要請する予定とのことです。なお、当社は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定です。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合により株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従って、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)は、当社に対して、自己の所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることが出来る旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

また、公開買付者は、本公開買付けが成立したものの、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合において、本公開買付けにおいて本新株予約権の全てを取得できず、かつ、本新株予約権が行使されず残存した場合には、当社に対して、本新株予約権の取得及び消却、本新株予約権者に対する本新株予約権の放棄の勧奨等、本取引の実行に合理的に必要な手続を実践することを要請する予定とのことです。当社は、当該要請を受けた場合には、本公開買付けに係る決済の開始日以降速やかに、これに協力する意向です。

上記の本株式等売渡請求及び本株式併合の各手続については、関係法令の改正、施行、当局の解釈等の状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定される予定とのことです。

以上の各場合における具体的な手続及びその実施時期等については、当社と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様の賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主及び本新株予約権者の皆様が自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

公開買付者及び当社は、当社が公開買付者の連結子会社であるため、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、公開買付者と当社の少数株主との間に構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が類型的に存在する取引に該当することに鑑み、本公開買付価格の公正性を担保するとともに、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定の過程における恣意性を排除し、利益相反を回避する観点から、以下の措置を実施しております。

なお、公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本書提出日現在、当社株式2,197,499株(所有割合：68.48%)を所有しているため、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の株主の皆様の利益に資さない可能性もあると考え、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限は設定していないとのことです。もっとも、公開買付者としては、公開買付者及び当社において以下の措置を講じていることから、当社の一般株主の皆様の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。

なお、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、みずほ証券から2025年11月11日付で本株式価値算定書(みずほ証券)を取得しているとのことです。詳細については、上記「(3) 算定に関する事項」の「 公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の公正性を担保するために、マネーフォワードグループ及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルー・タス・コンサルティングに対し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年11月11日付で本株式価値算定書(ブルー・タス・コンサルティング)を取得いたしました。本株式価値算定書(ブルー・タス・コンサルティング)の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

なお、ブルー・タス・コンサルティングは、当社及びマネーフォワードグループのいずれの関連当事者にも該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本取引に係るブルー・タス・コンサルティングに対する報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

当社は、ブルータス・コンサルティングは第三者算定機関としての独立性が確保されていること、及びブルータス・コンサルティングは過去の同種事案の第三者算定機関としての実績を有していること等を踏まえ、ブルータス・コンサルティングを当社及びマネーフォワードグループ並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関として選定いたしました。

また、2025年9月25日開催の本特別委員会において、ブルータス・コンサルティングの独立性に問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認しております。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するため、マネーフォワードグループ及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所を選任し、同事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会の意思決定の過程及び方法その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。TMI総合法律事務所は、当社及びマネーフォワードグループのいずれの関連当事者にも該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本取引に係るTMI総合法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、2025年9月25日開催の本特別委員会において、TMI総合法律事務所の独立性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。

当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

当社は、本取引が支配株主との重要な取引等であり、当社における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じ得ること等に鑑み、2025年9月16日開催の当社取締役会において、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、マネーフォワードグループ及び本取引の成否から独立した、当社の社外取締役(監査等委員・独立役員)である菊池英生氏(公認会計士、株式会社LeverN取締役、仙台運輸倉庫株式会社監査役、協三軽金属株式会社社外取締役)、社外取締役(監査等委員)である紀平貴之氏(弁護士)、社外取締役(監査等委員・独立役員)である岩楯めぐみ氏(社会保険労務士)の3名によって構成される本特別委員会を設置しました。上記の当社取締役会においては、当社の取締役8名のうち、平尾泰文氏、島内広史氏、山田一也氏及び門出祐介氏が公開買付者の取締役を兼務しており、本取引に関して構造的な利益相反状態にあるため、利益相反の可能性を排除する観点から、平尾泰文氏、島内広史氏、山田一也氏及び門出祐介氏を除く清水太朗氏、菊池英生氏、紀平貴之氏、岩楯めぐみ氏の4名の取締役に於いて審議の上、全員一致により上記の本特別委員会の設置に係る決議を行っております。当社は、当初から上記3名を本特別委員会の委員として選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。なお、本特別委員会の委員の報酬は、固定報酬とされており、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。そして、当社は、上記の本特別委員会の設置に係る取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(a)本取引の是非(本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む。)に関する事項、(b)本取引の取引条件の公正性(買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引条件が公正なものとなっているかを含む。)に関する事項、(c)本取引の手続の公正性(取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているかを含む。)に関する事項、及び、(d)上記(a)乃至(c)その他の事項を踏まえ、本取引が一般株主にとって公正であるか否か(以下(a)乃至(d)の事項を「本諮問事項」といいます。)について諮問し、これらの点についての答申書を当社取締役会に提出することを委嘱しました。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、本諮問事項に基づく本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとし、特に本特別委員会が本取引を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は本取引を行う旨の意思決定(本公開買付けに賛同及び当社の株主及び新株予約権者に対する応募推奨を内容とする意見表明を含む。)を行わないものとするを決議しております。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本特別委員会を当社取締役会から独立した合議体として位置付け、本特別委員会に対し、(a)本特別委員会は、当社の費用負担の下、本取引に係る調査(本取引に係る当社の役員若しくは従業員又は本取引に係る当社のアドバイザーに対し、本諮問事項の検討に必要な事項について質問を行い、説明又は助言を求めることを含む。)を行うことができること、(b)本特別委員会は、自ら取引関係者と協議・交渉することができ、また、その判断により、当社の役職員(利益相反のおそれがないものに限る。)をして、上記協議・交渉に関与させることができること、(c)本特別委員会は、必要と認めるときは、当社の費用負担の下、特別委員会独自の弁護士、算定機関、公認会計士その他のアドバイザーを選任することができること等を決議しております。なお、本特別委員会は、本特別委員会独自のファイナンシャル・アドバイザー又はリーガル・アドバイザーは選任しておりません。

本特別委員会は、2025年9月22日から2025年11月11日までに、合計14回、約17時間開催され、委員会の期日間には随時電子メールにて、報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、本諮問事項に係る職務を遂行いたしました。具体的には、まず、2025年9月25日に開催された第2回特別委員会において、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関並びにリーガル・アドバイザーについて、いずれも独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、その選任を承認しております。なお、本特別委員会は、必要に応じて当社のアドバイザー等から専門的助言を得ることとし、本特別委員会として独自にアドバイザー等を選任しないことを確認しております。その後、本特別委員会は、当社から、当社の事業環境、現在の経営課題、プルート・コンサルティングによる当社株式の株式価値算定の前提とした本事業計画の内容、前提及び作成経緯(過去、マネーフォワードグループ(当社を除きます。))の役職員として在籍していた経歴のない当社の従業員によって作成されていることを含みます。)、公開買付者の提案内容等に関する事項等に関する説明を受け、質疑応答を行い、その合理性を検証いたしました。また、公開買付者から、本取引の目的・背景、本取引の条件、本取引の実行後の当社の経営方針に関する事項等について説明を受け、質疑応答を行いました。さらに、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるプルート・コンサルティングから、当社株式の株式価値の算定に関する説明を受け、質疑応答を行った上で、当該算定結果の合理性について検討いたしました。また、当社のリーガル・アドバイザーであるTMI総合法律事務所から、本特別委員会の意義・役割等を含む本取引の手続面における公正性を担保するための措置、並びに本取引に係る当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の利益相反を回避するための措置の内容について助言を受けました。そして、本特別委員会は、本公開買付価格につき、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社における意思決定に至る過程及び理由」に記載のとおり協議・交渉を行い、公開買付者から本公開買付価格を1,800円とする旨の提案を受けるに至るまで、公開買付者に対して本公開買付価格の増額を複数回要請する等して、公開買付者と直接協議・交渉を行いました。本特別委員会は、以上の経緯の下、本諮問事項について慎重に審議及び検討を重ねた結果、2025年11月12日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。本特別委員会の答申内容及び答申の理由については、別添1をご参照ください。

() 答申内容

- (a) 本取引は当社の企業価値向上に資するものと言え、本取引は「是」とであると認められる。
- (b) 本取引の取引条件は公正であると認められる。
- (c) 本取引に係る手続は公正であると認められる。
- (d) 上記(a)乃至(b)その他の事項を踏まえ、本取引の実施(()本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主及び第1回新株予約権者に対して、本公開買付けへの応募を推奨し、第2回新株予約権者に対して、本公開買付けに応募するか否かについて、第2回新株予約権者のご判断に委ねること、並びに()本公開買付け後に本スクイズアウト手続を実施することを含む。)は、当社の一般株主にとって公正であると認められる。

() 答申理由

- (a) 本取引の是非(本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む。)に関する事項

(ア) 本取引の目的等の概要

本特別委員会は、本取引の目的及び本取引により向上することが見込まれる当社の企業価値の具体的内容等について、本取引の提案者であるマネーフォワード及び公開買付者並びに当社に対してヒアリングを行った。それらの内容をまとめると、大要、以下のとおりである。

- 当社は、戦略立案、予算編成、予測等の経営管理に特化した管理システム「OutlookSoft」の販売代理店業を行うことを目的として、2006年4月にOutlookSoft Japan株式会社の商号で設立され、日本における「OutlookSoft」の販売は、大企業向けに順調に拡大していったものの、2007年にドイツのSAP SEが米国のOutlookSoft Corporationを買収したことを契機に、当社は「OutlookSoft」の販売代理店業からの脱却を企図し、2009年1月に現商号へ変更した。その後、当社は、企業の予算管理・予算編成・経費予算管理などの管理会計・経営管理を高度化・効率化するための独自開発のクラウド対応型経営管理システム「Sactona」の開発・販売・導入・保守・インフラストラクチャー提供を事業とし、2025年9月30日現在までに、168社の国内企業へ導入を行ってきた。なお、当社の収益は、コンサルティング収入によるコンサルティングビジネスと、製品ライセンス収入及びインフラサービス収入によるベースビジネスの二つの構成で成り立っている。
- 公開買付者及び当社は、本資本業務提携を開始した後、当社を含めたマネーフォワードグループ及び当社の双方の更なる企業価値向上を目指して、以下の各種取り組みを共同で推進してきた。
 - ()主要メンバーの出向及び社長室の設置
 - ()営業・マーケティング領域における連携
 - ()開発領域における連携
 - ()人事・採用領域における連携
 - ()バックオフィス業務における連携
- 公開買付者は、当社を含むマネーフォワードグループの経営資源をこれまで以上に相互活用する際には、その有用性や取引としての客観的な公正性について、当社の少数株主を含む各ステークホルダーの利益を考慮した慎重な検討が必要になると考えているが、当社とマネーフォワードグループがそれぞれ、上場企業として独立した経営を行っている現状においては、迅速かつ柔軟な意思決定を行う上で、一定の制約が生じる状況にあると考えている。実際に、公開買付者による当社の連結子会社化後もこれらの問題が顕在化する場面もあり、このまま既存の取組みを継続するだけでは、本資本業務提携で想定されていた、マネーフォワードグループが展開するバックオフィス向けの複数のクラウドサービスに係る経営資源と、当社の主要製品である経営管理システム「Sactona」の事業基盤・顧客基盤を組み合わせることによる経営管理コンサルティング領域の強化という目的が十分に達成できていない状況にあると考えている。
- 公開買付者は、社長室の設置により経営管理体制の強化を図ってきたものの、上場会社としての情報開示及び内部統制の独立性を尊重する観点から、マネーフォワードグループが持つプロジェクト管理のノウハウの本格的な導入が困難な状況にあり、事業計画策定及び予算管理における課題の解決に時間を要していると考えている。また、営業力の強化においては、マネーフォワードグループのブランドを活用した戦略的なセールス・マーケティングやプライシングの工夫といった、真のシナジー発揮に繋がる施策について、少数株主との利益相反の可能性を払拭するため、迅速な意思決定及び実行に踏み切ることができていないと考えている。同様に、組織マネジメント力の強化についても、統一的な人事制度や報酬体系の導入、組織の抜本的な再編といったグループ全体の最適な人材配置を機動的に進めることに制約が生じていると考えている。
- また、公開買付者の当社株式の所有割合が68.48%に留まる状況において、公開買付者から当社に経営資源を提供する場合には、経営資源の供与者と受益者が必ずしも一致するわけではなく、かかる状況においてさらに公開買付者が当社に対して企業価値向上に資する経営資源の提供を行うとすれば、利益の一部がマネーフォワードグループ外に流出するといった問題が指摘される可能性もあり、公開買付者としても、当社を含むマネーフォワードグループの企業価値向上を図るための機動的かつ効果的な施策を実行することに慎重とならざるを得ない面があると考えている。

- マネーフォワードは、かかる認識に基づき、当社の完全子会社化を行うべきか否かの検討を行った結果、当社の今後より一層の事業拡大を目指し、マネーフォワードグループ全体の企業価値向上を図っていくためには、当社を公開買付者の完全子会社とすることで資本関係をさらに強化し、当社の少数株主と公開買付者との間での利益相反のおそれを解消した上で、これまで以上の一体化した経営を行うことにより、マネーフォワードグループの経営資源を当社へ機動的かつ効果的に投入・統合し、経営管理コンサルティング領域の競争力を強化することで、当社を含むマネーフォワードグループ全体の企業価値を最大化する必要があるとの考えに至った。
- マネーフォワードが、本取引において想定している具体的なシナジー効果は以下のとおりである。
 - ()企業風土及びコミュニケーション設計改善
マネーフォワードグループは、親子上場の解消によりガバナンスの論点をクリアし、マネーフォワードグループの価値観や人事制度を迅速に当社に導入・浸透させることで、マネーフォワードグループと当社における組織の一体感を高めることが可能と考えている。
 - ()セールス・マーケティング体制の再構築
親子上場の解消により当社の少数株主に対する利益相反の懸念がなくなるため、マネーフォワードグループの強力なブランド力を活用した戦略的なセールス・マーケティングや、柔軟なプライシングの工夫を迅速に実行し、当社を含むマネーフォワードグループ全体での収益機会の最大化を図ることができると考えている。
 - ()各組織のKPI再設定及びモニタリング体制構築
本取引により当社が非上場会社となった以降において、当社は上場企業としての情報開示・内部統制の独立性尊重が不要となり、マネーフォワードグループの高度な経営管理・プロジェクト管理や目標設定ノウハウを当社に本格的に導入・統合し、予実管理と組織運営の精度を抜本的に向上させることができると考えている。
 - ()パートナービジネスの強化
マネーフォワードグループの広範なネットワークとリソースを基に、戦略的なパートナーシップ構築を機動的に推進し、当社の事業拡大の基盤を強化することが可能と考えている。
 - ()コンサル組織の稼働精査及び生産性向上
コンサルタントの稼働状況やプロジェクトの生産性を厳格に精査し、コンサルティング業務におけるAIの活用等生産性の向上施策を講じるとともに、抜本的な組織再編と人材配置の最適化を機動的に行い、収益性を高めることが可能と考えている。
 - ()開発体制のモダン化
マネーフォワードグループの技術ノウハウ・開発リソース(AI技術等)を迅速かつ大規模に当社とも共有することで、当社の開発組織の持続可能性の課題を克服し、製品の競争力の向上に寄与することができると考えている。
- マネーフォワードは、本取引の実行に伴うディスシナジーは特段発生しないものと考えている。なお、本取引が成立した場合、当社株式の上場が廃止されることとなるが、資金調達においては、事業に必要な資金はマネーフォワードグループから安定的な供給を行うことにより確保することが可能であり、資金調達に関する影響は少ないと考えている。また、当社は引き続き上場会社であるマネーフォワードの下、マネーフォワードグループの中核企業として事業を継続し、マネーフォワードグループの信用力を最大限に活用できると考えている。加えて、高い採用力を有するマネーフォワードグループが一体として採用を行うことで人的リソースの確保に貢献し、また、マネーフォワードグループ内でのキャリアパスも提示することで従業員のモチベーション向上を図ることが可能と考えていることから、上場廃止に伴うデメリットによる影響は僅少であり、上記の当社の企業価値向上が見込まれるメリットを上回らないものと考えている。
- また、マネーフォワードは、当社の人事制度について、本取引後も当面の間は現行の制度を維持することを想定しており、中長期的にはマネーフォワードグループ内での制度の整合性確保及び再構築の一環として変更の可能性があるものの、人事制度の再構築は最も慎重に対応すべき事項であると認識しており、当社の従業員のリテンションに与える影響を最小限に抑えるため、当社と真摯かつ十分な協議を重ねた上で、段階的かつ慎重に人事制度の再構築を実施する予定である。

- 一方で、当社としても、以下の点等を踏まえると、公開買付者が企図する施策の内容は合理的であり、本取引を通じて当社株式を非公開化することが、当社の企業価値向上に資するものであると考えている。

()セールス・マーケティング体制の再構築

当社が公開買付者の完全子会社になることで、セールス・マーケティング体制の再構築及び共通化を図ることが可能となり、受注見込みが高い案件を効果的に獲得することが期待できる。

()各組織のKPI再設定及びモニタリング体制の構築

当社が公開買付者の完全子会社になることで、マネーフォワードグループの有するKPIの設定や達成度に対するモニタリング、モニタリング結果に応じたアクション実行に関するノウハウを一層活用することが可能となり、当社の生産性の向上が期待できる。

()パートナービジネスの強化

当社が公開買付者の完全子会社になることで、公開買付者と当社の少数株主との間の利益相反構造が解消されることとなり、マネーフォワードグループの広範なネットワークとリソースを一層活用し得るサポート体制の構築が期待できる。

()コンサル組織の稼働精査及び生産性向上

当社が公開買付者の完全子会社になることで、マネーフォワードグループの先進的なAI技術、経営管理・プロジェクト管理や目標設定ノウハウ等を一層活用することが可能となり、コンサルタントの稼働状況やプロジェクトの生産性を厳格に精査し、抜本的な組織再編と人材配置の最適化を機動的に行い、収益性向上が期待できる。

()開発体制のモダン化

当社が公開買付者の完全子会社になることで、マネーフォワードグループの技術ノウハウ・開発リソース(AI技術等)を一層迅速かつ大規模に共有することが可能となり、当社の開発体制の強靱化及びAI技術への取組みの強化を図るためのサポート体制の構築が期待できる。

(イ)検討

本特別委員会は、上記の当社が抱える課題、現在の当社及び公開買付者の資本関係で各種の提携を行うことにおける問題点並びにその他の事項を踏まえた本取引の目的の具体的な内容の当否・合理性、本取引が当社の従業員や取引先等に与える影響、及びこれらを踏まえた当社の企業価値向上の可能性等について、詳細な検討を実施した。具体的には、現在当社の置かれた経営環境の中、マネーフォワード及び公開買付者がいかなる企業価値向上に向けた施策案を構想し、それがどの程度具体的で実践的か、それを実行に移すために本取引を実施する必要性はあるのか、本取引の実施が当社の事業上どのようなメリットをもたらす、他方でデメリットの有無、程度はどのように想定されるか等を含めて、総合的に検討を行った。

その結果、本特別委員会としては、本取引後に当社が公開買付者と誠実に協議の上で、当社及び公開買付者がそれぞれ志向する各施策(公開買付者による当社のマーケティング体制及び組織経営体制の強化を含む。)を実施し、適切にシナジー効果を実現することができれば、現在のマネーフォワードグループとの資本関係を前提としたシナジーに加えて、当社としてより積極的な成長投資の実施が可能になることやマネーフォワードグループとより強固に連携した事業戦略の拡充等の新たなシナジー効果が生まれることが期待でき、これらのシナジー効果は当社の企業価値の向上に資することを期待できると考えている。また、当該各施策は、当社が上場会社として存在する場合には、当社の少数株主の利益への配慮が必要となり、迅速かつ機動的な実施が困難であるため、上記各施策を実施するために本取引を行い、当社を非上場化させることは合理的であることから、上記(ア)に記載の公開買付者及び当社が想定している本公開買付けを含む本取引の意義及び目的は、合理的な検討の結果と認められる。

一方で、当社株式の非公開化を行った場合には、当社は資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等の実現に影響を及ぼす可能性が考えられる。しかし、エクイティ・ファイナンスによる資金調達については、マネーフォワードグループの資金支援により代替可能であると考えられる。加えて、本取引が成就した後も、引き続き、上場会社であるマネーフォワードのグループ会社として、対外的発信や知名度向上等のメリットを享受することは可能であると考えられる。また、本取引が当社の従業員のモチベーションやリテンションに影響を及ぼす可能性が考えられる。しかし、マネーフォワードは、当面の間は当社の現行の人事制度を維持する方針であり、すぐにその変更を実施するものではないとしている。また、仮に当社の人事制度の変更を行う場合であっても、マネーフォワードは、当社の従業員のリテンションへの影響が最も慎重に対応すべき事項であるとし、かつ、当社の従業員への影響を最小限に抑えるために、十分な説明機会の提供や、移行期間中の経過措置の導入といった策を講じることを前提に、中長期的に段階的かつ慎重に実施することを予定している。これらを踏まえると、本取引が当社の従業員のモチベーションやリテンションに与える影響は最小限に抑えることが可能であると考えられる。これらを総合すると、当社株式の非公開化によるメリットは、そのデメリットを上回ると考えられる。

(ウ)小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引は当社の企業価値向上に資するものと言え、本取引は「是」であると認められると判断するに至った。

- (b) 本取引の取引条件の公正性(買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件等が公正なものとなっているか否かを含む。)に関する事項

(ア)ブルータス・コンサルティングによる株式価値算定書

当社が、当社及びマネーフォワードグループから独立した第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングから2025年11月11日付で取得した本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)によれば、当社株式の1株当たりの株式価値は、市場株価法によると1,226円~1,317円、類似会社比較法によると1,297円~2,244円、DCF法によると1,528円~2,489円とされている。

本特別委員会は、ブルータス・コンサルティングから株式価値評価に用いられた算定方法等について詳細な説明を受けるとともに、ブルータス・コンサルティング及び当社から、評価手法の選択、DCF法の算定の基礎となる当社の事業計画の作成経緯、財務予測・前提条件等の内容及びそれらの合理性、割引率の算定根拠並びに継続価値の算定根拠等に関する説明を受けて質疑応答を行った上で検討した結果、DCF法の算定の基礎となる当社の事業計画の作成経緯及び財務予測・前提条件等の内容に特段不合理な点は見受けられず、また、その他の点についても一般的な評価実務に照らして特段不合理な点は確認されなかった。

そして、本公開買付価格は、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)の市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を超える金額であり、また、類似会社比較法及びDCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内の金額である。

(イ)過去の市場株価・同種案件に対するプレミアム水準の妥当性

本公開買付価格は、本取引の公表予定日の前営業日(2025年11月11日)の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,226円に対して46.82%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,257円に対して43.20%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,317円に対して36.67%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,283円に対して40.30%のプレミアムをそれぞれ加えた金額である。

かかるプレミアム水準は、経済産業省が「公正なM & Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降、2025年8月31日までの間に公表され成立した非公開化を目的とした支配株主による従属会社の買収事例であり、かつ、当社と同様に対象者の株価純資産倍率(PBR)が1倍を上回る事例35件(以下「本類似事例」という。)における、公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値(順に37.30%、40.48%、38.40%、36.37%)及び平均値(それぞれ37.98%、40.08%、38.83%、36.88%)と比較すると、公表日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値との関係では、本類似事例におけるプレミアム水準の中央値及び平均値を下回っているもののその差は小さく、また、公表日の前営業日の終値、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値及び同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値との関係では、本類似事例におけるプレミアム水準の中央値及び平均値をいずれも上回っていることから、本公開買付価格には本類似事例と遜色のない相応のプレミアムが付されているものと評価できる。

(ウ)交渉過程の公正性

ア 公開買付者との協議・交渉の過程

本特別委員会は、本公開買付価格について、一般株主の利益保護の観点からその公正性を確保するための実質的な協議・交渉を公開買付者との間で複数回にわたって行っている。

具体的には、2025年10月16日、公開買付者より、本公開買付価格を1,400円(提案日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,273円に対して9.98%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均1,336円に対して4.79%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均1,325円に対して5.66%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均1,267円に対して10.50%のプレミアムが加えられた価格である。)、第1回新株予約権買付価格及び第2回新株予約権買付価格を1円とする旨の初回の価格提案書を受領した。これに対して、本特別委員会は、2025年10月17日、当該提案価格は、当社株式の本源的価値、上場来の株価推移等に照らし、到底受け入れられない水準であるとして、提案価格の引上げを要請するとともに、本新株予約権買付価格は、本新株予約権者の資金工面等の観点も踏まえて、本公開買付価格と本新株予約権の行使価額の差額に目的株式数を乗じた価格とすることを要請した。

その後、2025年10月22日、公開買付者より、本公開買付価格を1,510円(提案日の前営業日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,315円に対して14.83%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均1,330円に対して13.53%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均1,325円に対して13.96%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均1,272円に対して18.71%のプレミアムが加えられた価格である。)、第1回新株予約権買付価格を152円(当該提案価格と第1回新株予約権の行使価額750円との差額760円に当該新株予約権1個の目的となる当社株式数0.2株を乗じた金額である。)、第2回新株予約権買付価格を1円(第2回新株予約権の行使価額2,180円が当該提案価格を上回るため、第2回新株予約権買付価格は1円とされた。)とする旨の第2回目の価格提案書を受領した。これに対して、当該提案価格は、上場後極めて短期間で株主に退出を求める本件の特殊性に鑑みれば、当社の株式公開時の発行価格を意識すべきであり、その合理性は第三者算定機関の提示する当社の株式の本源的価値からも示唆されているのではないかとこの意見があること、過去の親会社による上場子会社の完全子会社化を目的とした公開買付け事例と比較してプレミアム水準が著しく低いという意見があること、上場維持を前提とし、株主の強制的な退出を求めない前回公開買付けのプレミアム水準が約66%であったことと比較してもプレミアム水準が著しく低いという意見があること等に照らし、依然として、到底受け入れられない水準であるとして、提案価格の引き上げを要請するとともに、本新株予約権買付価格については、引き続き、本公開買付価格と本新株予約権の行使価額の差額に目的株式数を乗じた価格とすることを要請した。

その後、2025年10月27日、公開買付者より、本公開買付価格を1,600円(提案日の前営業日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,303円に対して22.79%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均1,323円に対して20.94%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均1,326円に対して20.66%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均1,277円に対して25.29%のプレミアムが加えられた価格である。)、第1回新株予約権買付価格を170円(当該提案価格と第1回新株予約権の行使価額750円との差額850円に当該新株予約権1個の目的となる当社株式数0.2株を乗じた金額である。)、第2回新株予約権買付価格を1円(第2回新株予約権の行使価額2,180円が当該提案価格を上回るため、第2回新株予約権買付価格は1円とされた。)とする旨の第3回目の価格提案書を受領した。これに対して、当該提案価格は、他社の類似案件におけるプレミアム水準や、上場維持を前提とし株主の強制的な退出を求めない前回の公開買付け時のプレミアム水準と比較してその水準が著しく低いこと、上場後極めて短期間で株主に退出を求める本件の特殊性が十分に考慮されていると考えられないこと、加えて、上場後約2年間という極めて短期間で株主に退出を求めることの当否については、当社が適切と考える市場株価を実現するために引き続き上場を維持する選択肢もあり得ることも踏まえて価格を慎重に検討すべきこと等に照らし、依然として、到底受け入れられない水準であるとして、提案価格の引き上げを要請するとともに、本新株予約権買付価格については、引き続き、本公開買付価格と本新株予約権の行使価額の差額に目的株式数を乗じた価格とすることを要請した。

その後、2025年10月29日、公開買付者より、本公開買付価格を1,656円(提案日である2025年10月29日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,218円に対して35.96%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,305円に対して26.90%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,324円に対して25.08%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,279円に対して29.48%のプレミアムを加えた金額である。)、第1回新株予約権買付価格を181円(当該提案価格と第1回新株予約権の行使価額750円との差額906円に当該新株予約権1個の目的となる当社株式数0.2株を乗じた金額である。)、第2回新株予約権買付価格を1円(第2回新株予約権の行使価額2,180円が当該提案価格を上回るため、第2回新株予約権買付価格は1円とされた。)とする旨の第4回目の価格提案書を受領した。さらに、2025年11月4日、公開買付者と面談を行い、更なる価格の引上げを口頭で要請した上で、同日、東京証券取引所グロース市場における当社株式の過去1ヶ月間の終値単純平均値及び過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム水準が他社の類似案件におけるプレミアム水準と同等となる価格を要請した。加えて、上場後約2年間という極めて短期間で株主に退出を求めること、上場維持を前提とした前回公開買付けの後わずか1年で強制的に株主の退出を求めることの当否については慎重に判断すべきこと、本特別委員会における提案価格の検討においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を付すなどして少数株主の意見を十分に勘案できる条件設定を要請する必要性も生じ得ること、当社が適切と考える市場株価を実現するために引き続き上場を維持する選択肢もあり得ること等に照らし、提案価格の引上げを要請するとともに、本新株予約権買付価格については、引き続き、本公開買付価格と本新株予約権の行使価額の差額に目的株式数を乗じた価格とすることを書面でも要請した。

その後、2025年11月6日、公開買付者より、本公開買付価格を1,800円(提案日である2025年11月6日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値1,227円に対して46.70%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,276円に対して41.07%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,320円に対して36.36%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,281円に対して40.52%のプレミアムを加えた金額である。)、第1回新株予約権買付価格を210円(当該提案価格と第1回新株予約権の行使価額750円との差額1,050円に当該新株予約権1個の目的となる当社株式数0.2株を乗じた金額である。)、第2回新株予約権買付価格を1円(第2回新株予約権の行使価額2,180円が当該提案価格を上回るため、第2回新株予約権買付価格は1円とされた。)とする旨の第5回目の価格提案書を受領した。これに対して、当社としての本取引に対する最終的な意思決定は2025年11月12日に開催予定の取締役会での決議によることを前提として、第5回目の提案に応諾する旨を回答した。

以上のとおり、本特別委員会は、当社の企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が実行されることを目指して交渉を行い、その結果として、1,800円という本公開買付価格の決定に至るまでには、当社株式1株当たり1,400円とする公開買付者の当初の提案より、400円の価格引上げを引き出している。

イ その他の手続の公正性

上記「ア 公開買付者との協議・交渉の過程」のほか、下記「(c)本取引の手続の公正性(取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているかを含む。)」に関する事項」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引に係る交渉過程の手続は公正であると認められるところ、本公開買付価格は、かかる交渉の結果も踏まえて決定されたものであると認められる。

(エ)本スクイーズアウト手続の方法の公正性

当社は、公開買付者から、現金を対価とする、本公開買付け及びその後の本スクイーズアウト手続による二段階買収の提案を受けている。本スクイーズアウト手続としては、()本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となる場合には株式等売渡請求の実施が、()本公開買付けの成立後、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には株式併合の実施が予定されているところ、一段階目として公開買付けを行い、二段階目として株式等売渡請求又は株式併合によるスクイーズアウト手続を行うという方法は、非公開化の取引においては一般的に採用されている方法である。

また、本スクイーズアウト手続においては、一般株主に交付されることになる金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主(公開買付者及び当社を除く。)の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一となるように算定され、また、上記()の場合において、本新株予約権者に対価として交付される金銭は本新株予約権買付価格に当該各本新株予約権者の所有する当社の新株予約権の数を乗じた価格と同一となるように算定されることが予定されている。なお、上記()の場合において、公開買付者が、本公開買付けにおいて本新株予約権の全てを取得できず、かつ、本新株予約権が行使されず残存した場合には、当社に対して、本新株予約権の取得及び消却、本新株予約権者に対する本新株予約権の放棄の勧奨等、本取引の実行に合理的に必要な手続を実践することを要請することが予定されている。

さらに、本スクイーズアウト手続における対価の額に不満のある当社株主及び本新株予約権者は、裁判所に対して価格決定の申立てを行うことが可能である。

よって、本スクイーズアウト手続の方法に不公正な点は認められない。

(オ)本新株予約権の対価

第1回新株予約権買付価格は、本公開買付価格と第1回新株予約権の行使価額との差額に第1回新株予約権1個の目的となる当社株式の数を乗じた金額とされ、本公開買付価格をもとに決定されていることから、合理的であると言える。

また、第2回新株予約権の行使価額が本公開買付価格より高いことから、第2回新株予約権買付価格を1円と決定することは、不合理とは言えない。

(カ)本取引の対価の種類の公正性

本取引の対価は、本公開買付け及びその後に実施される予定の本スクイーズアウト手続を通じて、現金であることが予定されているところ、公開買付者が非上場会社であることや、現金は、その価値の安定性及び客観性が高く、株主の応募判断にあたっても評価が比較的容易であるという点で望ましいことを踏まえると、本取引において、現金を対価とすることは公正であると言える。

(キ)小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等を含む、本取引の取引条件は公正であると認められると判断するに至った。

(c) 本取引の手續の公正性(取引条件の公正さを担保するための手續が十分に講じられているかを含む。)に関する事項

(ア)当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明に向けて、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及びマネーフォワードグループから独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングに当社株式の価値算定を依頼し、2025年11月11日付で本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)を取得した。なお、本特別委員会は、ブルータス・コンサルティングは、当社及びマネーフォワードグループの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していない旨の説明を受けている。また、本取引に係るブルータス・コンサルティングに対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれていない。

(イ)当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を確保するために、当社及びマネーフォワードグループから独立したリーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所を選任し、同事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する諸手續を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けている。なお、本特別委員会は、TMI総合法律事務所は、当社及びマネーフォワードグループの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していない旨の説明を受けている。また、TMI総合法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていない。

(ウ)特別委員会の設置

当社は、本取引がいわゆる支配株主による従属会社の買収に該当し、当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反の問題が典型的に存在するため、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年9月16日開催の当社取締役会決議に基づき、マネーフォワードグループ及び本取引の成否から独立した、当社の社外取締役(監査等委員・独立役員)である菊池英生氏(公認会計士、株式会社LeverN取締役、仙台運輸倉庫株式会社監査役、協三軽金属株式会社社外取締役)、社外取締役(監査等委員)である紀平貴之氏(弁護士)、社外取締役(監査等委員・独立役員)である岩楯めぐみ氏(社会保険労務士)の3名によって構成される特別委員会を設置している。

そして、当社は、本取引に係る決定を行うに際しては、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引について妥当でないと判断した場合には、本取引を行う旨の意思決定は行わないこととしている。

本特別委員会の委員の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれていない。

(エ)本特別委員会による協議・交渉の実施

本特別委員会は、当社取締役会から本取引の提案者及び公開買付者と直接協議・交渉を行う権限を付与され、当該権限に基づき、プルートス・コンサルティング及びTMI総合法律事務所の助言を受けながら、上記「(b)本取引の取引条件の公正性(買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件等が公正なものとなっているか否かを含む。)」に関する事項」の「(ウ)交渉過程の手續の公正性」のとおり、自ら、公開買付者との間で複数回にわたる価格交渉を行っている。

(オ)本取引の検討過程における特別利害関係人の不関与

本取引を検討・交渉する当社の役職員には、本取引に特別な利害関係を有する者は含まれておらず、その他、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程で、マネーフォワードグループその他の本取引に特別な利害関係を有する者が当社側に不当な影響を与えたことを推認させる事実は確認されなかった。

(カ)本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、本公開買付期間を、法令に定められた最短期間(20営業日)よりも長期である30営業日に設定している。公開買付期間を法定の最短期間に照らして比較的長期に設定することにより、当社の株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者(以下「対抗的買収提案者」という。)にも対抗的な買付け等を行う機会を確保している。

また、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意を行っていない。

このように、公開買付者及び当社は、本公開買付期間の設定と併せ、他の買収者による対抗的な買付け等の機会を確保することにより、本公開買付けの公正性を担保している。

なお、本取引においては、積極的なマーケット・チェックが実施されていない。もっとも、現時点における公開買付者の所有割合が68.48%であること、また、マネーフォワードとしては、当社との親子上場の関係性を解消し、完全子会社化することが最適であると考えていることを踏まえると、公開買付者以外の潜在的な買収提案者の有無を調査・検討したとしても、公開買付者に売却意向が認められない状況下で他の買収提案者が現れる可能性は極めて低いと考えられる。かかる状況を踏まえると、上記のとおり対抗的買収提案者にも本公開買付期間中に対抗的な買付け等を行う機会を確保することが企図されている本取引において、情報管理等のリスクをとって積極的なマーケット・チェックを実施すべき必要性は存在しないものと認められる。したがって、積極的なマーケット・チェックが実施されていないことのみをもって、本公開買付けにおける公正性の担保として不十分であることにはならないと考えられる。

(キ)マジョリティ・オブ・マイノリティ条件

本公開買付けにおいては、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」に相当する買付予定数の下限は設定されていない。マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する買付予定数の下限の設定は、対象者の交渉力を強化し、かつ、一般株主の判断機会を重視するための制度として有益と評価される。もっとも、公開買付者によれば、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考えていることから、同条件の設定をしていないとのことであり、かかる理由には一定の合理性が認められる。

(ク)適切な情報開示及び強圧性の排除

本取引においては、本公開買付けが成立した場合に実施される予定の株式等売渡請求又は株式併合について、公開買付者及び当社が提出する法定開示書類並びに公表するプレスリリース等において、十分な情報の開示がなされることが予定されている。

株式等売渡請求及び株式併合は、本取引に反対する株主又は本新株予約権者に対する株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されるスキームであり、株式等売渡請求を行うにあたり、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を当社の株主に対して交付し、本新株予約権1個当たりの対価として、本新株予約権買付価格と同額の金銭を本新株予約権者に対して交付する予定であり、かつ、株式併合を行うにあたり、本公開買付けに応募しなかった当社の株主に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう株式併合により生じる端数の合計数の売却代金が算定される予定である旨が、プレスリリース等で明示される予定であると認められ、本公開買付けに応募することの強圧性が低減される適切な措置が採られていると言える。

(ケ)小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引においては取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられており、本取引の手続は公正であると認められると判断するに至った。

(d) 上記を踏まえ、本取引の実施が一般株主にとって公正であるか否かについて

上記(a)乃至(c)までにおいて検討した諸事項以外の点に関して、本特別委員会において、本公開買付けを含む本取引が当社の一般株主にとって公正でないと考えられる事情は特段見当たらない。

上記を踏まえ、本取引が当社の一般株主に及ぼす影響を慎重に検討した結果、本取引の実施(()本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主及び第1回新株予約権者に対して、本公開買付けへの応募を推奨し、第2回新株予約権者に対して、本公開買付けに応募するか否かについて、第2回新株予約権者のご判断に委ねること、並びに()本公開買付け後に本スクイズアウト手続を実施することを含む。)は、当社の一般株主にとって公正であると認められると判断するに至った。

当社における独立した検討体制の構築

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社における意思決定に至る過程及び理由」に記載のとおり、当社は、公開買付者から独立した立場で、本取引に係る検討を行う体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、当社は、2025年9月8日、公開買付者より、マネーフォワードが本取引の検討を開始した旨及び本取引について具体的に協議を開始したい旨を伝達された後、本取引に関する検討(当社株式の価値算定の基礎となる事業計画の作成を含みます。)を行うため、いずれもマネーフォワードグループからの独立性が認められる当社従業員4名により構成されるプロジェクトチームを組成し、本書提出日に至るまで、かかる取扱いを継続しております。これらの取扱いを含めて、当社の検討体制(本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。)に独立性・公正性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ております。

当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員を含む。)全員の承認

当社は、TMI総合法律事務所から得た法的助言、ブルータス・コンサルティングから得た財務的見地からの助言、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)の内容、本特別委員会から入手した本答申書及びその他の関連資料を踏まえ、公開買付者による本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が公正なものか否かについて慎重に協議・検討を行った結果、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社における意思決定に至る過程及び理由」に記載のとおり、2025年11月12日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様及び第1回新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨し、第2回新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けに応募するか否かについて、第2回新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の決議を決議しております。

上記の当社取締役会においては、当社が公開買付者の子会社であり、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、当社取締役会における審議及び決議がこれらの問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、当社の取締役8名のうち、公開買付者の取締役を兼務している平尾泰文氏、島内広史氏、山田一也氏及び門出祐介氏を除く4名(清水太朗氏、菊池英生氏、紀平貴之氏及び岩楯めぐみ氏)の取締役において審議の上、全員一致により上記の決議を行っております。また、平尾泰文氏、島内広史氏、山田一也氏及び門出祐介氏は、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、これらの問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、上記取締役会を含む本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場で本取引の協議及び交渉に参加していません。

取引保護条項の不存在

公開買付者及び当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を確保することにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

当社の株主及び本新株予約権者が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

公開買付者は、上記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、()本公開買付けの決済の完了後速やかに、公開買付者が本公開買付けの成立により取得する当社株式数に応じて、本株式等売渡請求をすること又は本株式併合を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会の開催を当社に対して要請することを予定しており、当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないこと、()本株式等売渡請求又は本株式併合をする際に、当社の株主の皆様に対価として交付される金銭は本公開買付け価格に当該各株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一となるように算定されることを明らかにしていることから、当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮しているとのことです。

また、公開買付者は公開買付期間について、法令に定められた最短期間である20営業日と比べて比較的長期である30営業日に設定することにより、当社の株主の皆様及び本新株予約権者に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保することにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しているとのことです。

- (7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項
該当事項はありません。

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

(1) 普通株式

氏名	役職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
平尾 泰文	代表取締役社長	6,656	66
清水 太郎	取締役 コンサルティング事業本部長	-	-
島内 広史	取締役	-	-
山田 一也	取締役	-	-
門出 祐介	取締役	-	-
菊池 英生	取締役(監査等委員)	-	-
紀平 貴之	取締役(監査等委員)	-	-
岩楯 めぐみ	取締役(監査等委員)	-	-
計	-	6,656	66

(注1) 役職名、所有株式数及び議決権の数は、本書提出日現在のものです。

(注2) 取締役の菊池英生、紀平貴之及び岩楯めぐみの各氏は、社外取締役であります。

(2) 新株予約権

氏名	役職名	所有個数(個)	株式に換算した数(株)	株式に換算した議決権の数(個)
平尾 泰文	代表取締役社長	-	-	-
清水 太郎	取締役 コンサルティング事業本部長	11,160	2,232	22
島内 広史	取締役	-	-	-
山田 一也	取締役	-	-	-
門出 祐介	取締役	-	-	-
菊池 英生	社外取締役(監査等委員)	-	-	-
紀平 貴之	社外取締役(監査等委員)	-	-	-
岩楯 めぐみ	社外取締役(監査等委員)	-	-	-
計	-	11,160	2,232	22

(注) 役職名、所有個数、株式に換算した数及び株式に換算した議決権の数は、本書提出日現在のものです。

5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7 【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8 【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以 上